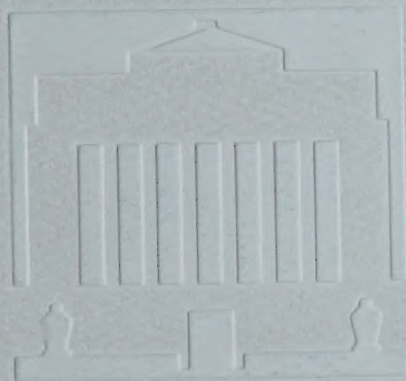


AR50

fl

Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1974



Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

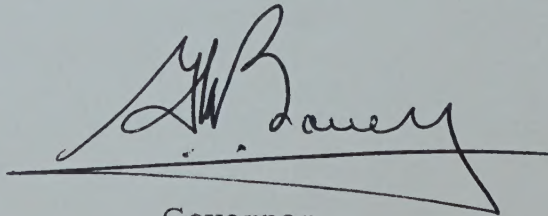
February 28th, 1975

The Hon. John N. Turner, P.C.,
Minister of Finance,
Ottawa, Ontario.

Dear Mr. Turner,

In accordance with the
provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report
for the year 1974 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed
in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "A. B. Lowery", is written over a horizontal line. The signature is stylized with a large initial 'A' and a long, sweeping underline.

Governor

Bank of Canada

Report of the Governor - 1974

General Observations	5
Economic Developments	11
Domestic and External Demand	14
Production and Imports	16
Labour Markets	16
Incomes, Costs and Prices	18
Financial Developments	21
Interest Rates	21
The Money Supply	23
Funds Supplied by Financial Institutions and Markets	26
Bank of Canada Operations	31
Monetary Policy Operations	31
Debt Management	32
Foreign Exchange Operations	34
Appendix Tables	36
Withdrawal of Foreign Borrowing Guidelines	42
Department of Finance Press Release	
Financial Statements	43
Board of Directors	47
Officers	48
Agencies	49

General Observations

Like most of its trading partners, Canada has moved into a period of cyclical weakness in economic activity. Throughout the industrial countries the trend of output has slowed or turned downward and unemployment has been rising. Although the present economic environment is conducive to a moderation of the recent rapid pace of inflation, its effects on the trend of prices are only beginning to be felt and are being impeded by continuing rapid increases in costs. Meanwhile the world economy is struggling to deal with the balance of payments deficits and other difficulties arising from the quadrupling of oil prices a year ago. The world economy is thus currently confronted with an unusually difficult combination of problems. There is, however, a reasonable prospect that the low point in world economic activity will be reached before long and that some recovery in a less inflationary environment may be evident by the end of the year.

* * * *

The Canadian economy has experienced a marked slackening of the growth of aggregate spending and of output since the first quarter of 1974. At that time Gross National Expenditure in money terms was still rising at a rate of about 20 per cent a year, but in the middle quarters of 1974 the rate of increase fell back to 15 per cent a year, and in the final quarter it fell further. Demand has weakened both in foreign markets for many of our exports and in major elements of domestic

expenditure such as outlays for new housing, automobiles and consumer durables. By contrast, demand for imported goods and services has remained relatively strong.

Up to the present the rapid pace of increase in the price level in Canada has continued largely unabated, although the forces propelling it have changed substantially. Prices in Canada are no longer subject to the influence of sharply rising international commodity prices nor, apart from a few exceptions, to the upward pull of excessive foreign and domestic demand on industries already producing to the limits of their capacity. Instead, prices are now being pushed up by cost increases in markets where sales are clearly lagging well behind our growing productive capacity. The prices of internationally-traded industrial materials have been softening since mid-1974. Signs have also begun to appear that this softening of prices may be spreading into the area of agricultural commodities. On the other hand, the prices of manufactured and processed goods are in general continuing to rise strongly. Since primary commodities bulk large in Canada's exports and manufactured goods in its imports, the current trends in international prices are reversing the benefits that we have gained over the past two years from the more rapid increase in the prices of our exports than of our imports.

With the flow of spending rising much less strongly than a year ago but with little perceptible slackening as

yet in the rate of increase of prices, the volume of sales and output in the Canadian economy has levelled off, and in the closing months of 1974 contracted in absolute terms. In response to this downturn in production the growth of employment has also begun to slacken off, and the number of people reported as without jobs and seeking work has turned sharply upwards. The emerging weakness of demand has affected some industries and regions more than others; in the Prairie Provinces the flow of income has remained exceptionally strong. During the year Canada's international balance of payments on current account swung heavily into deficit, and by the fourth quarter the deficit had risen to an annual rate of around \$4 billion.

* * * *

In most industrial countries the slowdown in economic activity began several months earlier than in Canada and has gone considerably further. For the whole group of OECD countries output in 1974 was little if any above that in 1973, and in Canada's three most important trading partners – the United States, Japan and Britain – it fell substantially below that of the previous year. In the United States the level of output by the fourth quarter of 1974 was down by about five per cent from that of the same quarter a year earlier, while output in Canada, though not as high as in the spring and summer, was nevertheless running at about the same level as in the final quarter of 1973. By January of this year the unemployment rate in the United States had risen to 8.2 per cent of the labour force; in Canada it had risen to 6.7 per cent. In both countries consumer prices have continued to rise rapidly at closely similar rates, but in recent months wage and salary increases in Canada have been running substantially higher on average than in the United States.

The course of events in the rest of the industrial world has varied from one country to another in respect of the timing and intensity of the slowdown in output, the pace of the continuing inflation of costs and prices, and the degree of weakness in balance of payments positions. In spite of such differences there has been a broad similarity of pattern reflecting the operation of common forces.

The origin of these common forces was the recent world-wide inflationary boom, a boom generated by the highly expansionary monetary and fiscal policies followed in virtually all of the major industrial countries in an effort to restore high levels of output and

employment following the economic slowdown in 1970. This was a period of acute international monetary instability, and in retrospect it appears that policies in many countries were unduly influenced by fear of the domestic consequences of relatively strong exchange rates. In time these policies resulted in a rapid increase in public and private spending which was mutually reinforced through international trade. Production surged ahead in most countries at roughly the same time, and by 1973 had reached levels which tended to outrun world supplies of primary commodities. At the same time it created all sorts of other shortages and extremely tight labour markets. In these circumstances price increases grew larger, more frequent and more general. The inflationary process was substantially reinforced by shortfalls in supplies of food grains and animal feeds, and later by a four-fold rise in the world price of oil.

The world economy has now reacted to these cumulative excesses and it is, in a sense, in a state of hangover. It is trying, painfully, to work off the economic distortions that have occurred and to find its way back to economic stability.

During 1973 the highly expansionary financial policies that had led to the overloading of their economies were trimmed back in many countries. Had they not been adjusted these policies would have intensified the spreading distortions and imbalances, and invited even more serious economic trouble than the world is now experiencing. Moreover, when late in 1973 a number of countries heavily dependent on imported oil suddenly faced the prospect of massive balance of payments deficits, they had little choice but to take prompt action to moderate the excessively rapid growth of domestic demand.

In seeking to reduce the degree of demand pressure on their economies, none of the industrial countries was aiming at the drastic measures required to bring inflation to a halt in a relatively short period of time. The aim of most countries was rather to restore an adequate margin of spare productive capacity in an attempt to achieve over time a restoration of economic growth with reasonable stability of prices. The problem was greatly exacerbated by the oil situation but, nevertheless, subsequent events provide an illustration of how difficult it can be for countries to find and follow a relatively smooth path back to economic stability once the forces of inflation have been permitted to gain so much momentum.

* * * *

From early 1973 to the late summer of 1974 the monetary policy followed in Canada was directed at offering increasingly strong resistance to the excessively rapid growth of aggregate spending that was then occurring. Although the total quantity of goods and services that the Canadian economy is physically capable of producing cannot be expected to increase by much more than about five per cent annually, the rate of increase of national expenditure in money terms reached a peak of about 20 per cent a year as recently as late 1973 and early 1974. The longer such a high rate of growth of aggregate spending continued, the longer a high rate of inflation of the general price level would have been inevitable.

Throughout this period the Bank of Canada was trying to reduce the degree to which the insistent demand for credit was being accommodated through the process of monetary expansion rather than allowed to generate its own feedback effects in the form of progressively higher interest rates. The persistent rise in interest rates was very strongly reinforced by the influence of rapidly rising interest rates in the United States and Europe. As interest rates rose, the rapid rate of growth of the public's money holdings in the form of currency and demand deposits (the forms of money which serve as the principal medium for making payments in Canada) slackened both in absolute terms and in relation to the growth of national income.

During this same period the growth of the more broadly-defined money supply continued at high rates because there was a rapid and indeed accelerating expansion of the public's deposit holdings in interest-bearing forms, especially shorter term deposits. In recent years the banks have increasingly responded to periods of strong loan demand and cash reserve stringency by seeking to attract sizeable blocks of funds into term deposits offering both a highly competitive interest return and a significant degree of liquidity. During the recent period of generally rising interest rates the banks obtained large amounts of funds on this basis, both in the wholesale money market and from individual savers, which they used to continue to expand the flow of bank credit at a relatively rapid pace. This did not mean that monetary policy was ineffective in discouraging excessive spending based on credit but it did mean that the cutting edge of monetary policy was to a greater extent than in the past the rising cost of credit rather than non-price restric-

tions on its availability through particular institutional channels.

As the year progressed the Bank of Canada began to be concerned about too sharp a reversal of the recent strength of domestic demand. Prospects for an early revival of the pace of world economic activity were fading. At the same time signs were beginning to appear, in one area of the Canadian economy after another, that sellers' markets were turning into buyers' markets, as had already happened some months earlier in the United States and many overseas countries. The changing economic situation and outlook were also reflected in the move to a more expansionary fiscal policy in Canada.

From late summer onwards the operations of the Bank of Canada were aimed at facilitating an early downward adjustment of short-term interest rates. At about the same time a downturn in U.S. and international interest rates got under way, providing a favourable environment for the achievement of this objective. The full response of Canadian rates was delayed for a time, first by the impact of the Canada Savings Bond campaign and then by seasonal tightness in the money market around year-end. In January a sharp further downward adjustment occurred very quickly and the Bank's operations were then directed towards moderating the extent of the decline in money market rates. A new and substantially lower interest rate structure has now become general in this country.

Current interest rate levels in Canada are far below their peaks of last summer. The decline in short-term interest rates has been particularly great. Nearly all of the more sensitive short-term rates have declined by at least three percentage points and declines of five percentage points or so have occurred in some sections of the market. The declines in longer term bond yields and mortgage rates, although smaller, have been significant. Other institutional lending rates have fallen substantially. Money is, moreover, readily available at these lower interest rates. The Canadian capital market has become very active, providing large amounts of credit to numerous borrowers, many of whom are seeking funds in size.

Although the current level of interest rates in Canada may not look low by historical standards, it is very low relative to the rate of inflation. Unless the current rate of inflation declines more quickly than seems likely, investors in short-term fixed-interest instruments at present rates of interest will receive a negative real rate

of return on their investments; the interest that they receive will be less than the decline in the purchasing power of their money. By the same token the real cost of money to borrowers is well below the expressed or nominal interest rates they pay; on certain types of short-term borrowings the real cost seems likely to be negative, too, at current rates. In this fundamental sense interest rates in Canada are now unusually low.

* * * *

The substantially easier credit conditions that have emerged in Canada are providing a favourable monetary climate for the recovery of the economy from the current slowdown. Even with a favourable monetary environment, however, the restoration of desirable levels of economic activity in Canada is unlikely to be quickly or easily achieved. A good deal will depend on what happens abroad, for Canada cannot be expected to regain its economic health and vigour without an upturn in economic activity in the United States and in other important markets for Canadian exports. But much will also depend on what happens in Canada in other fields. The inflationary excesses of the past two years have severely strained the satisfactory functioning of the economy in various ways.

At present the most evident of these strains is the very rapid increase in costs that is taking place in Canada. While an element of cost-push is typical of periods of economic slowdown, the rates at which the money incomes of various groups in Canadian society are now increasing are extraordinary. There is, in fact, an open race going on among these groups for larger increases in money incomes. Since the race is occurring in a period in which no increase in average real income per capita is being achieved in the economy, none of the participants can gain except at the expense of others. The activity is self-reinforcing because even the less aggressive groups in society feel compelled to assert themselves for fear of falling far behind. This in turn tends to make the competition self-defeating in that as others run faster it becomes harder and harder for any group to gain and hold a lead. Meanwhile the exercise is both socially divisive and economically counter-productive. The attempt by industries to pass large cost increases along to consumers runs the risk, in present circumstances, of a reduced volume of sales and lower production and employment. Industries facing foreign competition in Canada or abroad are particularly vulnerable because of the danger that the rapid increase in their costs of production will put them at a competitive

disadvantage vis-à-vis foreign suppliers. The escalation of costs is also severely hindering rational investment planning on which the longer term prosperity of the economy depends. Nothing would do more to improve the prospects for the Canadian economy than a rapid slackening in the tempo of this race for higher money incomes.

Earlier reference has been made to the impact of recent events on Canada's balance of international payments. We appear now to have moved, at least temporarily, into a period of very large international deficits on current account, much larger as a percentage of Gross National Expenditure than we have experienced since 1960. To some extent this can be regarded as a cyclical phenomenon, reflecting the fact that so far in this world-wide business cycle demand in Canada has weakened less than in the main countries with which we trade. A related factor, and one that has become important since mid-1974, is that the prices of our imports are running ahead of the world market prices of our exports. To some extent our weakening trade balance is also an indirect consequence of developments in the world trade in oil. Although Canada is not heavily dependent on net imports of oil, most of our trading partners are, and some of the strains that they have felt in particular markets as well as in their general economic positions have spilled over on to us. Some of the current weakness in our international trade in automobiles and parts is presumably of this character. The movement to a greatly enlarged current account deficit underlines the concern that we should feel about the present strong upward trend of costs in Canada. It also means that we must preserve in Canada a financial environment attractive enough to provide the flow to Canada of the large amounts of foreign capital that we shall need to finance our deficit.*

* * * *

There are some encouraging aspects of the world scene that should not be overlooked. For one thing, the international economic environment is increasingly favourable to some moderation of the pace of inflation. For another, policy adjustments in a number of countries give reasonable grounds for hope that a more satisfactory rate of growth in the world economy will have emerged by the end of 1975 or early 1976.

* A Press Statement on February 27, 1975, by the Minister of Finance withdrawing the last remaining guideline on borrowing abroad by Canadians is reproduced as an Appendix to the Report.

It is also encouraging that the greatly enlarged balance of payments deficits of various countries heavily dependent on imported oil have not led to the widely-feared disruption of the international trade and payments system. International and intergovernmental arrangements are in the process of being expanded both to supplement private market channels for the recycling of petrodollars and to provide fall-back assistance for countries encountering particularly severe payments difficulties. Canada has played an active role in support of these initiatives both in the Interim Committee of Ministers of the IMF and in meetings of the Group of Ten and the OECD. These arrangements will be helpful in providing countries with more time in which to make the necessary adjustments to their changed economic situation. The underlying problem, however, is still very real and will not quickly be resolved. Even if ways continue to be found to cope with the serious international financing aspects of the problem, the need to adjust consumption, production and trade patterns to the present much higher relative price of oil will, at least for a considerable period of transition, make it very difficult to achieve the kind of growth in real output and real incomes that has come to be taken for granted in the postwar period.

As has been emphasized in the foregoing discussion, many of the current problems of the world economy are related in one way or another to the high rates of inflation that we have been experiencing for some time now. They provide striking evidence of the fact that inflation does not offer an easy route to sustained good economic performance. The origins of the current inflation lie to a considerable extent in the over-reaction of fiscal and monetary policy in many countries to the economic difficulties of the early 1970s. The problem of inflation is much more serious now than it was then, and it is therefore of the greatest importance that, in striving to restore satisfactory levels of economic activity, national authorities should not, in the end, over-react on this occasion as well. If they do, the prospects for reversing the drift towards an increasingly inflationary society throughout the world will be poor indeed.

Although Canada's present economic circumstances are unpleasant and difficult, the longer term prospects for the Canadian economy are excellent if Canadians can manage to prevent cost and price inflation from undermining the economy's ability to function effi-

ciently at home and to compete strongly in international trade. In its conduct of monetary policy the Bank of Canada has been promoting domestic credit conditions conducive to the resumption of economic growth in Canada. At the same time the Bank is bearing very much in mind that a moderation of inflation is essential to Canada's longer term interests.

Economic Developments

Against the background of unfavourable economic conditions in the outside world, output and employment were relatively well sustained in Canada in 1974. The reduced availability of international oil supplies in the early part of the year had little direct impact on economic activity in this country. Domestic spending remained relatively strong until well into the year, with business investment in expanded production facilities in particular continuing to provide strong support to the economy. However, as the year progressed the developing cyclical downturn abroad came increasingly to bear on demand and prices for Canada's major exports. In addition, some sectors of domestic demand which had been extremely buoyant began to soften; this was especially true of spending on housing, automobiles and other durable goods. With domestic demand still relatively strong, however, imports continued to rise rapidly, and in the second half of the year Canada was faced with an adverse movement in its terms of trade and a marked deterioration in the current account of the balance of payments. Towards year-end output declined, the growth of employment tapered off, and unemployment began to rise. At the same time, domestic prices continued to rise at a rapid rate and efforts by wage and salary earners to maintain and, in some instances, to improve their relative positions resulted in strong upward pressure on the structure of domestic costs.

Preliminary official estimates of the National Accounts for the fourth quarter of 1974, together with any revisions to earlier quarters, are not yet available as this Report is being written. However, the information at hand suggests that total spending in money terms in Canada averaged some 17 per cent higher in 1974 than in the previous year. Most of the increase in spending reflected a rise in the over-all price level of about 13 per cent. The growth in real output of goods and services, approximately 3½ per cent on a year-to-year basis, was appreciably less than recorded in each of the three preceding years and was confined to the early part of 1974. Following sharp gains in the closing months of 1973, total real output continued to expand

at a very high rate in the early months of 1974, but it then remained approximately flat at a peak level until the last quarter when it declined appreciably.

The spurt in production in late 1973 and early 1974 added to the pressures on capacity that had already been experienced during 1973, thereby limiting further increases in output in the short-run. Strains also continued to be evident in the job market throughout much of 1974. In addition, production was adversely affected by the heavy incidence of work stoppages, particularly in the spring and early summer. With the weakening of demand that began to appear in some sectors of the economy in the spring, pressures on capacity gradually eased and shortages of men and materials became much less prevalent.

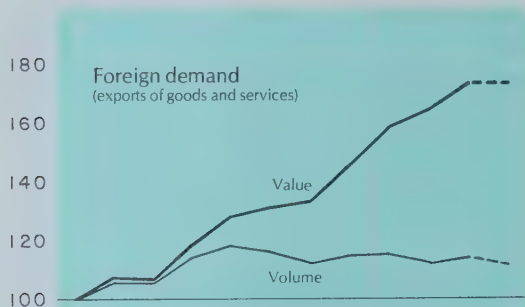
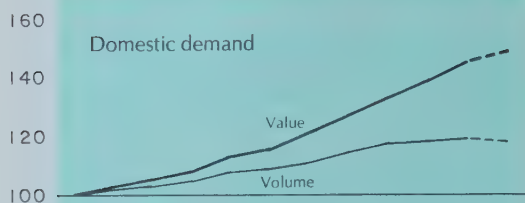
One of the remarkable features of 1974 was the unusual degree of divergence that developed between the Canadian and U.S. economies. As is illustrated in the chart on page 13, total demand in both nominal and real terms underwent a much earlier and more pronounced easing in the United States than occurred here. U.S. Gross National Product at current prices was approximately 8 per cent higher in 1974 than in the previous year, an increase that was only about half as large as that estimated for Canada. With U.S. prices rising at fairly similar rates to those here, most of the difference in the climate of demand was reflected in the performance of real output. GNP in volume terms peaked in the last quarter of 1973 in the United States and declined throughout 1974; for the year as a whole it averaged more than 2 per cent below its level for 1973 and in the last quarter of 1974 it was running 5 per cent lower than a year earlier. This compared with an estimated increase of about 3½ per cent on a year-to-year basis in Canada and apparently little net change from year-end to year-end. In both countries employment was remarkably well sustained relative to output through most of 1974, but unemployment began to rise dramatically in the United States towards year-end and in January 1975 the seasonally adjusted unemployment rate in that country was 8.2 per cent compared with 6.7 per cent in Canada.

Major Economic Indicators

Seasonally adjusted

Demand

1 Q 1972 = 100



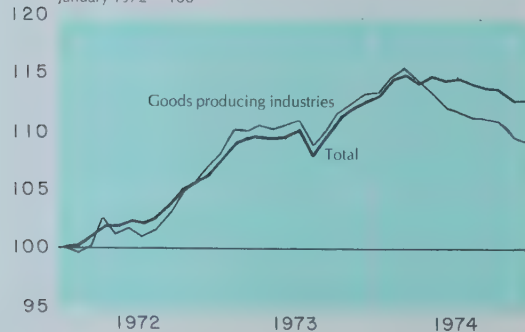
Prices

1 Q 1972 = 100



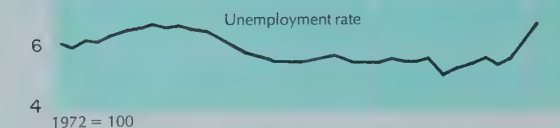
Real domestic product

January 1972 = 100



Labour market

Millions of persons



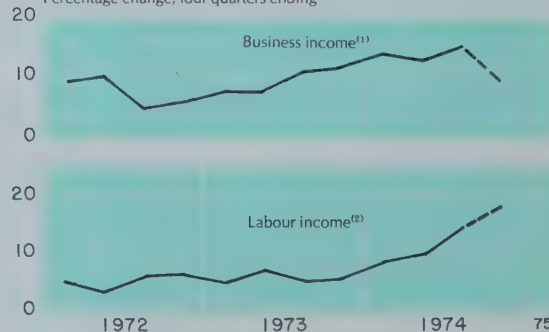
Capacity utilization

%



Income per unit of output

Percentage change, four quarters ending



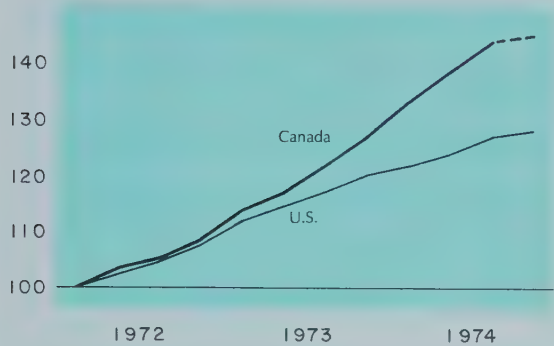
⁽¹⁾ Corporation profits, non-farm unincorporated business income, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment

⁽²⁾ Wages, salaries and supplementary labour income

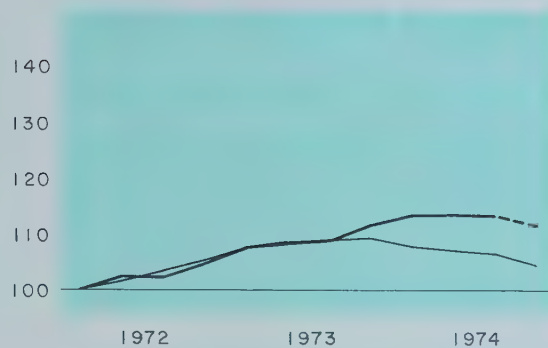
Selected Indicators: Canada-United States

1 Q 1972 = 100, seasonally adjusted

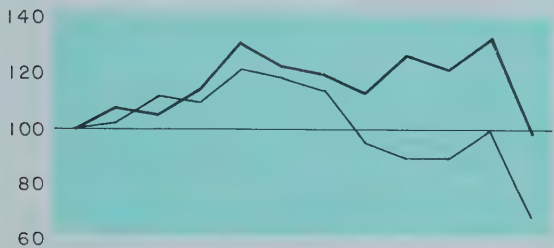
GNE – current prices



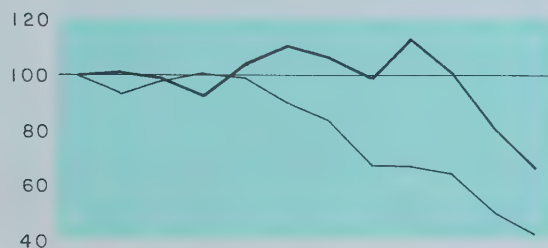
GNE – constant prices



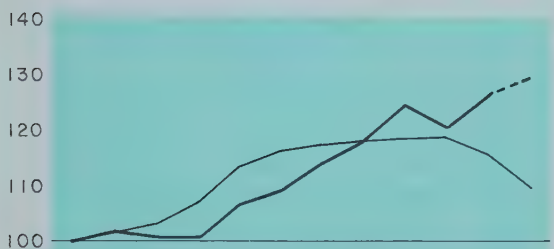
New car sales – units



Housing starts – units



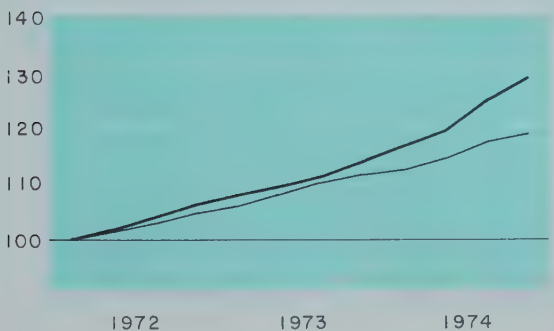
Business fixed investment – volume



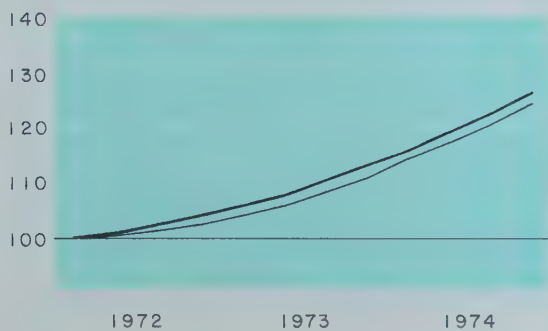
Unemployment rate



Average weekly earnings



Consumer price index



Despite the similarities in price performance in Canada and the United States in 1974, some significant signs of divergence on this front were also beginning to appear by year-end. Some underlying U.S. price and cost indicators have recently appeared to be much more favourable to a near-term moderation of inflation than is the case for Canada. Although unit labour costs have risen very rapidly in the United States, partly because of an even more adverse productivity performance than we have experienced in Canada, wage and salary levels have been rising at a much more modest rate there than here. Increases in weekly wages have not registered any very pronounced acceleration in the United States and, from at least mid-year, wage settlements in that country appeared to be running at about half the scale of increases being established in Canada.

Domestic and External Demand

According to the national accounts estimates for the first three quarters of 1974, domestic spending in nominal terms increased at the very high annual rate of close to 20 per cent, approximately the same pace as in the second half of 1973. Domestic price inflation was accelerating strongly however, and the rise in demand in volume terms slowed markedly from the extremely strong pace registered during 1973. In the final months of the year the growth in nominal spending appears to have undergone a pronounced moderation, and in real terms domestic demand evidently declined.

Most of the slowing in real domestic demand was concentrated in personal demand for durable goods and in housing, areas where particularly strong increases had been registered prior to 1974. In contrast to the experience in the United States, new car sales, which account for a major share of durable purchases, remained strong in Canada through last winter and even rose further during the summer. Since then, however, and roughly coincident with the changeover last autumn to the current model year, sales have weakened considerably, although not nearly to the extent recorded in the United States. Housing starts peaked at extraordinarily high levels in early 1974 and declined through the balance of the year. For 1974 as a whole starts totalled approximately 220 thousand, but in the final months of the year they were running at an annual rate of some 170 thousand units. The falling off of housing construction appears to have been due to a number of factors including rising costs of land and of

housing construction, increased uncertainty about the adequacy of returns on new rental units, and higher interest rates on mortgages. There was also some reduction in the availability of financing, particularly for more expensive homes, although this situation had eased somewhat by year-end.

In other sectors of domestic demand indications are that the volume of purchases remained buoyant throughout 1974.

Notwithstanding the escalating costs of capital equipment and construction, business fixed investment in real terms registered its second successive year of strong gains and resulted in a further sizeable addition to the capital stock. Especially large investments were made in such industries as steel, chemicals, and pulp and paper where capacity constraints had been particularly pronounced. According to the survey information on investment intentions released in February 1975, as of the beginning of the year businesses planned to spend (in current dollars) some 18 per cent more on fixed investment this year than in 1974. Although this rise in spending would be significantly below the 24 per cent increase reported for 1974, it would nevertheless seem to promise a further sizeable gain in volume terms as well as in value.

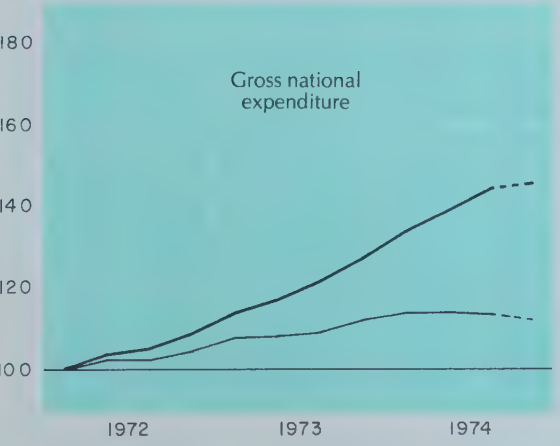
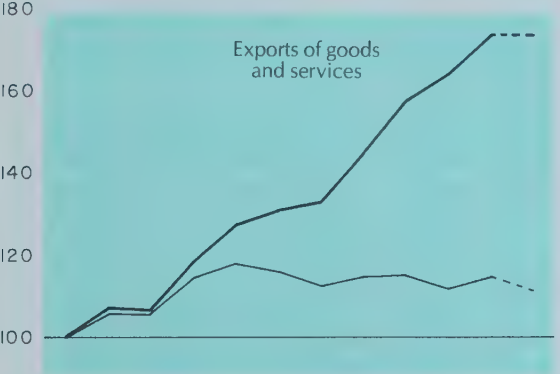
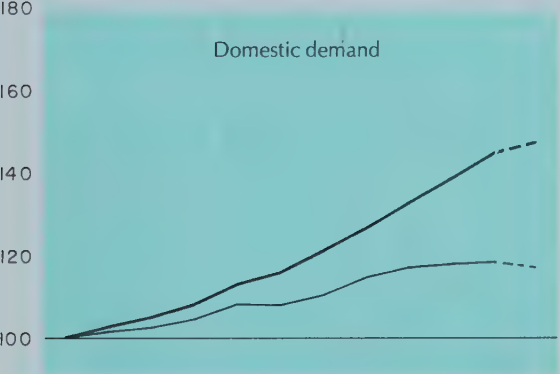
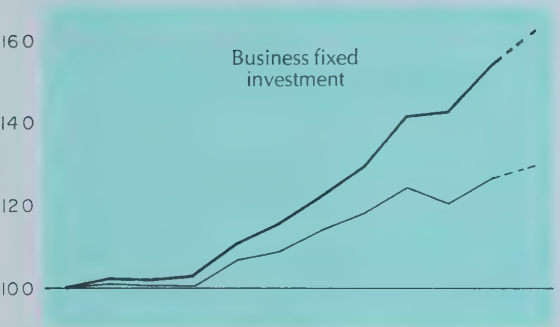
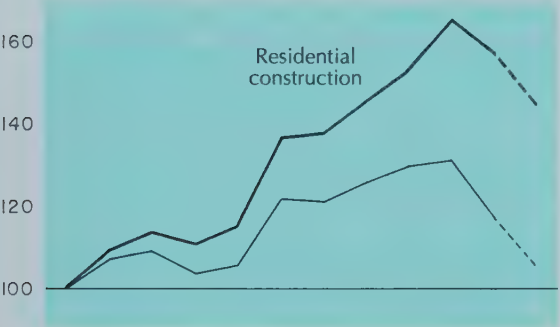
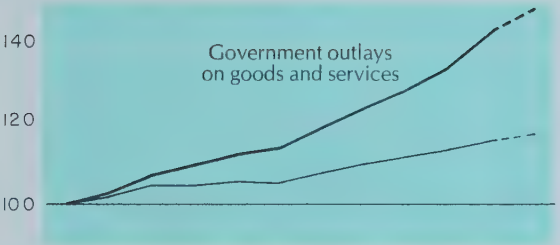
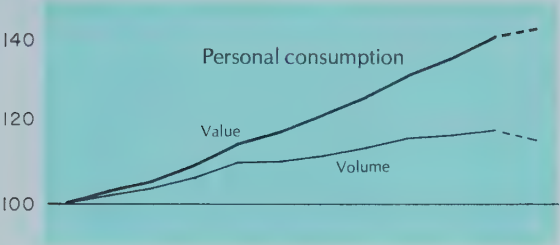
Businesses also accumulated inventories at a rapid pace in 1974, though the forces behind inventory investment appear to have shifted considerably in the course of the year. In view of the shortages prevailing during the initial months, it is clear that the stockpiling that took place at that time was generally fully planned. Indeed, inventory investment over-all may have fallen short of intentions. With the flattening out of real final demand in the latter part of the year, however, the accumulation appears to have included a large unintended component. This was clearly the case in the automotive sector.

Outlays on goods and services by all levels of government rose strongly in 1974. Spending on goods and services by the federal Government rose at a particularly sharp pace. Transfer and subsidy payments by governments to other sectors of the economy also advanced at a much faster rate than in 1973, in part because of measures taken to mitigate the impact on consumer budgets of the rise in the cost of oil and certain other basic items, and partly on account of steps taken to offset the effect of higher living costs on the purchasing power of transfer recipients.

In 1974, the value of exports continued to rise very

Major Demand Aggregates

1 Q 1972 = 100, seasonally adjusted



sharply during the first part of the year; oil prices increased sharply, but there was also a continued climb in the prices of farm products and a number of key industrial material exports. The volume of exports, which had levelled off after the first quarter of 1973, stayed flat during 1974. For the recent period this sluggishness in merchandise export volumes has reflected a combination of factors. Supply constraints continued to be operative in some areas, and the progressive weakening of economic conditions abroad resulted in a corresponding easing of real demand for Canadian exports. In the face of the severe downturn in residential construction in the United States, lumber exports registered a particularly pronounced weakening during the year in both value and volume, but declines in the volume of exports were also evident across a broad range of primary commodities. This weakening of real demand during 1974 was reflected increasingly in export prices as the year progressed.

Production and Imports

Total output in the Canadian economy, as measured by Real Domestic Product, reached a peak in March after having expanded at an annual rate exceeding 10 per cent in the previous half year. In the final months of 1973 much of the increase in production evidently constituted a rebound from earlier strike-depressed levels, but the further strong rise through the first months of 1974 pushed production in many areas still further into the zone of peak operating rates. The rate of capacity utilization in the non-farm goods producing sector in the first quarter of 1974 was virtually the same as during the peak period of tightness in late 1965 and early 1966. For manufacturing the estimated operating rates were higher than in any other quarter over the period covered by the series, which dates back to 1961.*

In the aggregate, output remained virtually at the March peak until well into the autumn of 1974. Initially, in an environment of widespread shortages compounded by the impact on production of major work stoppages, it appears that supply constraints were a determining factor in the flatness of output. However, as the year progressed signs of a softening in real demand increasingly appeared, particularly in goods

producing industries, and in the final months of the year production was down from earlier peaks by an appreciable amount in all major sectors.

The weakness in production that developed during 1974, together with continued strong additions to the capital stock, resulted in a progressive easing of capacity pressures in the latter part of the year. In some areas, however, particularly the capital goods industries, operating rates were still relatively high at year-end, although shortages had largely ceased to be a problem.

The relatively well sustained level of domestic demand in Canada, particularly in comparison with other countries, contributed to a strong rise in imports in 1974. Indeed, imports again apparently ran well ahead of domestic demand in terms of both value and volume. Imports of investment goods rose particularly sharply, but the strength was broadly based. The rise in import prices tended to slow somewhat in the second half of 1974, but this was attributable largely to the absence of any further rise in oil prices on the scale registered earlier in the year. In a number of other areas, particularly finished goods imports, price increases were very large throughout 1974. In the second half of the year import prices rose faster than export prices for the first time in two years. For the year as a whole the current account deficit increased sharply from \$400 million in 1973 to close to \$2 billion for 1974 and in the last quarter it was running at an estimated annual rate of about \$4 billion.

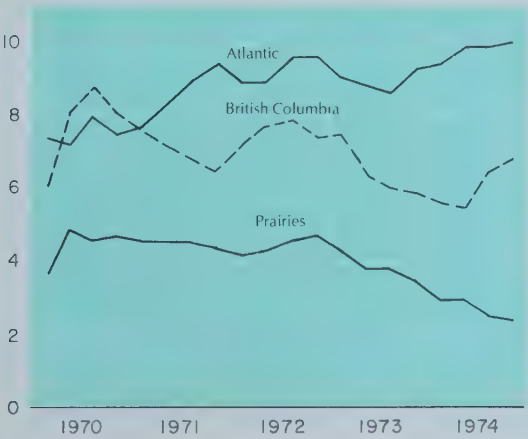
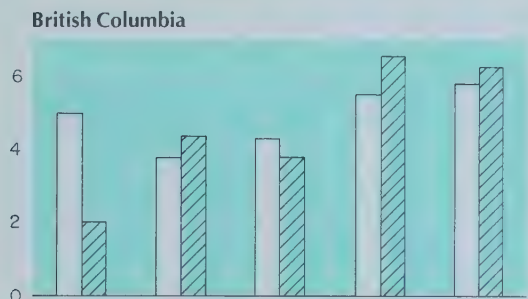
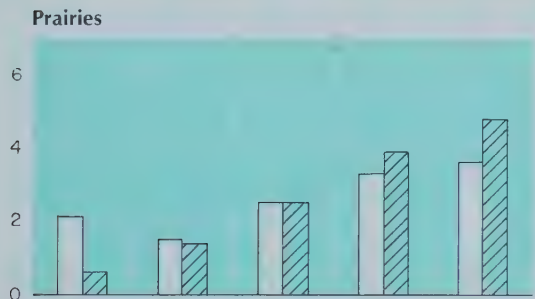
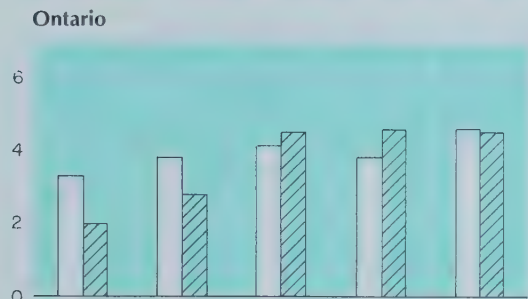
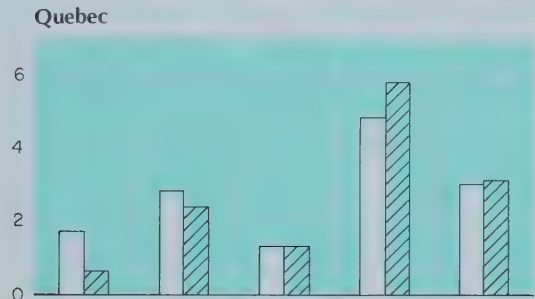
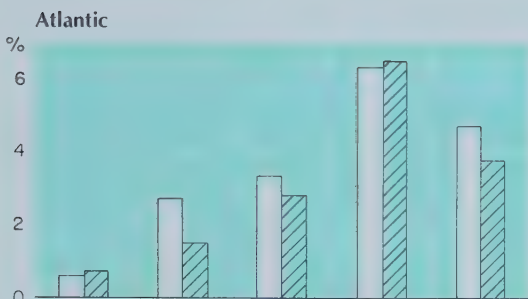
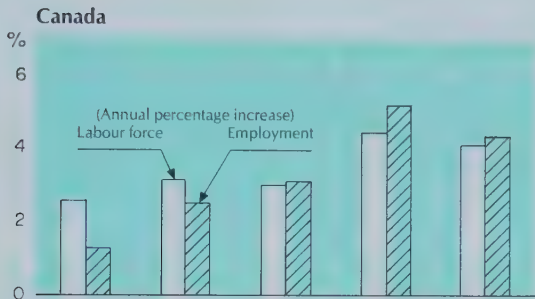
Labour Markets

The net increase of 4 $\frac{1}{4}$ per cent in employment registered for 1974 was somewhat less than for the previous year but was still well above average. It was also appreciably larger than the year-to-year gain in total output. In contrast to the flattening out and decline in production, employment continued to expand, though at a decelerating rate. In the final quarter of the year it averaged more than two per cent higher than nine months earlier whereas real output declined over the same period. A slowing of output growth relative to employment is not an unusual cyclical development, but the recent drop in production per worker has been extraordinarily large. More in accordance with the recent path of output, employment remained flat on a seasonally adjusted basis in December and declined in January.

Labour force growth was also very high on a year-to-year basis, averaging approximately 4 per cent for 1974.

*For a description of this measure, see the *Bank of Canada Review*, September 1974.

Regional Labour Markets



As in the case of employment, and probably at least in part in response to the slower expansion of job opportunities, the increase in the number of labour force participants tended to slacken in the latter part of 1974. The slackening was not very pronounced, however, and the over-all seasonally adjusted unemployment rate fluctuated around 5½ per cent until near year-end. It then increased to 6 per cent in December and 6¾ per cent in January 1975, due in considerable part to lay-offs in the automobile industry.

Clear evidence of labour market pressures was provided by the very strong increases in help-wanted advertising and reported job vacancies that continued into the autumn of 1974, but in more recent months some easing has been evident in these indicators of labour market conditions as well as in measured rates of unemployment. In the fourth quarter both the series on job vacancies and the index of help-wanted advertising underwent declines. In the case of the job vacancy series, which extends back only to the third quarter of 1970 and is not seasonally adjusted, the year-to-year decline for the fourth quarter was the first on record. For the seasonally adjusted help-wanted index it was the first quarterly decline since 1970, but the index was still at a very high level by historical standards.

The only region to show a faster rise in employment in 1974 than in 1973 was the Prairies where the increase of 4¾ per cent was the largest on record and reflected the sustained buoyancy of economic conditions in that region through the year. British Columbia and Ontario also had strong employment gains – 6¼ per cent and 4½ per cent respectively, or nearly as large as the increases in 1973 – but the growth of employment slowed markedly in the final months of the year and into 1975. In Ontario this latter development was particularly pronounced in the automotive sector, while in British Columbia it was largely related to softening economic conditions in the resource industries. Quebec and the Atlantic region experienced employment increases that were almost 2¾ percentage points less than the very high rates of the preceding year. Labour force growth slowed markedly in Quebec and the Atlantic region while accelerating in the other regions. The unemployment experience was varied. For the Prairies the unemployment rate fell over one percentage point to 2.8 per cent and for British Columbia the rate dropped to 6 per cent from 6½ per cent in 1973. While unemployment continued to de-

cline on balance in the Prairies in the second half of the year, in British Columbia it rose after mid-year and averaged nearly 7 per cent in the fourth quarter. In Ontario and Quebec average unemployment rates were virtually unchanged from a year earlier, but were rising in the final months of the year as employment growth slowed; in January 1975, the Ontario rate jumped to 6 per cent seasonally adjusted. Even though labour force growth for the Atlantic region slowed in 1974, it was still substantially above the rise in employment and the average unemployment rate rose to nearly 9¾ per cent.

Incomes, Costs and Prices

For both corporate profits and net accrued farm income the rise during 1974 was much slower than during the previous year. The sharp deceleration in the rise in farm income, which had more than doubled during the previous year, reflected the smaller grain crop, a levelling out of average prices received by Canadian farmers, and continued strong increases in the costs of inputs. Data on corporate earnings are particularly difficult to interpret in periods of rapid inflation, not only because of the accounting problems involved in dealing with inventory profits but also because of the possible inadequacy of capital consumption allowances in relation to the rising cost of replacing capital assets. However, according to the national accounts measure of corporate profits before tax but excluding inventory profits, it would appear that the rise over the four quarters ending in the final quarter of 1974 was about a third as large as the increase of close to 30 per cent during 1973. In 1973 gains by the resource industries had been a particularly prominent feature of the profit expansion, and in 1974, with export markets weakening, profit increases in those industries tended to slacken markedly. The easing was not confined to this area, however. In particular the automobile industry, which is heavily dependent on the U.S. market, experienced a substantial weakening in profits in the final months of the year. For a broader measure of business income, that is, before deducting capital consumption allowances, the increase during 1974 also appears to have been considerably less than the rise of 18 per cent during the preceding year.

In contrast to the slowing in the rise in business and farm incomes, labour income is estimated to have risen considerably faster in 1974 than in 1973 – by more

than 15 per cent over the year ended with the fourth quarter of 1974 after an increase of 12 per cent during the previous year. With the slower rise in employment in 1974, the acceleration was even more marked for average labour income per worker. The pattern of accelerating wage increases that is suggested by the available estimates of labour income is also apparent in the statistics on average weekly earnings in the commercial non-farm sector. By the final months of 1974 the year-to-year percentage increase in average weekly earnings had risen to over 13 per cent; for manufacturing, where an hourly earnings index is available, average hourly earnings were more than 17 per cent higher than a year earlier.

Newly negotiated wage settlements, which tend to foreshadow actual earnings, have escalated dramatically over the past year. In the final quarter of 1974 settlements under major collective bargaining agreements (excluding construction) provided for average annual increases in base rates of more than 17 per cent

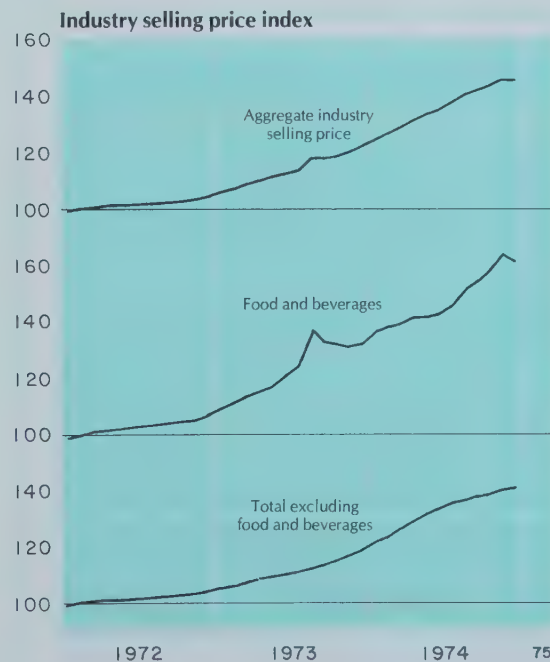
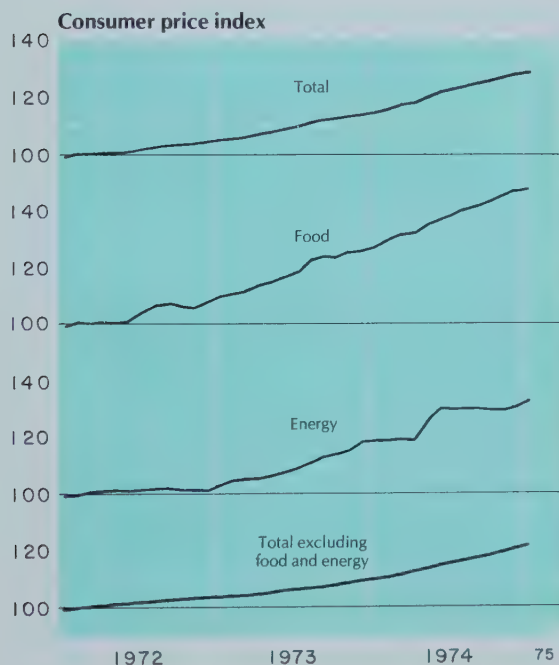
over the life of contracts, compared with an average of 10 per cent a year earlier. It should be noted that these statistics understate the size of settlements since they do not take into account clauses providing for further wage or salary adjustments contingent upon increases in the Consumer Price Index; such cost-of-living clauses became increasingly prevalent in contracts signed over the past year. Also, in many instances rates of pay were increased in 1974 through the re-opening of existing contracts or through other special adjustments.

Canadian domestic prices at both the wholesale and retail levels rose even faster in the aggregate during 1974 than in 1973. For the twelve months ended December 1974 the Industry Selling Price Index (ISPI) increased by 21 per cent compared with 16 per cent during the previous year. For the Consumer Price Index (CPI) the corresponding increases were 12½ per cent in 1974 and 9 per cent in 1973.

At the ISPI level, while the monthly increases in the

Selected Price Measures

1 Q 1972 = 100, not seasonally adjusted



aggregate continued to be very large throughout the year, in the second half of 1974 some easing emerged in a number of areas, notably textiles, primary metals, and wood products. In all these sectors the slowing reflected the corresponding weakness in commodity prices that had developed some months earlier. In the case of wood products the ISPI was appreciably lower than a year earlier. This was reflected in an easing in domestic building materials price indexes, particularly for residential construction, although construction costs over-all continued to increase rapidly under the pressure of rising wage and other costs.

All major categories of the CPI recorded very large increases between the beginning and the end of 1974. For food the increase was 17 per cent for the second year running. Energy prices (fuel oil, domestic gas, electricity and gasoline) also registered a further substantial increase, $9\frac{1}{2}$ per cent, although they would have gone much higher had it not been for the programme of domestic petroleum price restraints and consumer subsidies. For the remainder of the index, which makes up approximately two thirds of the total CPI basket and is more heavily influenced by the underlying trend of domestic costs than the other two components, the rise in 1974 was $10\frac{3}{4}$ per cent, which is double the rate of increase experienced in the previous twelve months.

Financial Developments

The highlights of financial developments in Canada during 1974 are discussed in the three sections of this chapter, which deal with interest rates, with the growth of the public's holdings of currency and bank deposits, and with flows of credit to borrowers.

Interest Rates

Since changes in the cost of money and in returns on financial assets are the main channel through which the impact of monetary policy is transmitted to spending and saving decisions, the Bank focuses considerable attention on the behaviour of interest rates. Short-term interest rates in the Canadian money market are of particular importance to the Bank in its day-to-day operations. These rates respond sensitively to changes in the pressure of credit demands on the available supply of funds in Canadian financial markets and to changes in international money market rates. They are also the rates most immediately susceptible to the influence of the Bank of Canada's cash reserve management.

During 1973 interest rates in Canada, as in the rest of the world, had been rising strongly. The upward movement of short-term money market rates in Canada and abroad was interrupted for a time in the early months of 1974 in the immediate aftermath of the world oil emergency but, after a limited and temporary decline, strong upward pressure on these rates re-emerged towards the end of the first quarter. These pressures continued through the spring and Canadian short-term interest rates rose to levels well above those reached in 1973. They remained at high levels until late August, although somewhat below corresponding rates in the United States and in the Euro-dollar market where the upward trend continued into the summer. The Bank of Canada adjusted the Bank Rate upwards by one percentage point in mid-April and by further steps of one half of one percentage point in mid-May and in the latter part of July, when the Rate reached $9\frac{1}{4}$ per cent.

Administered borrowing and lending rates of financial institutions also rose further after the first quarter of 1974 as these institutions continued to bid aggressively for funds in order to meet the heavy credit demands they were experiencing. The "Winnipeg Agreement" ceiling on large Canadian dollar short-term bank deposits was raised from $8\frac{1}{2}$ per cent to $10\frac{1}{2}$ per cent in three steps between mid-April and the end of July, and chartered bank prime lending rates were increased by the same amount over this period to a level of $11\frac{1}{2}$ per cent.

Longer term interest rates were relatively stable in the closing months of 1973 and early in 1974 but they, too, began to increase once again towards the end of the first quarter. In contrast to short-term rates, longer term bond yields continued to rise strongly until the end of August. Mortgage lending rates, which tend to reflect the behaviour of other longer term rates with some delay, did not peak until September while trust and mortgage loan companies continued to adjust upwards the rates offered on their five-year investment certificates until October.

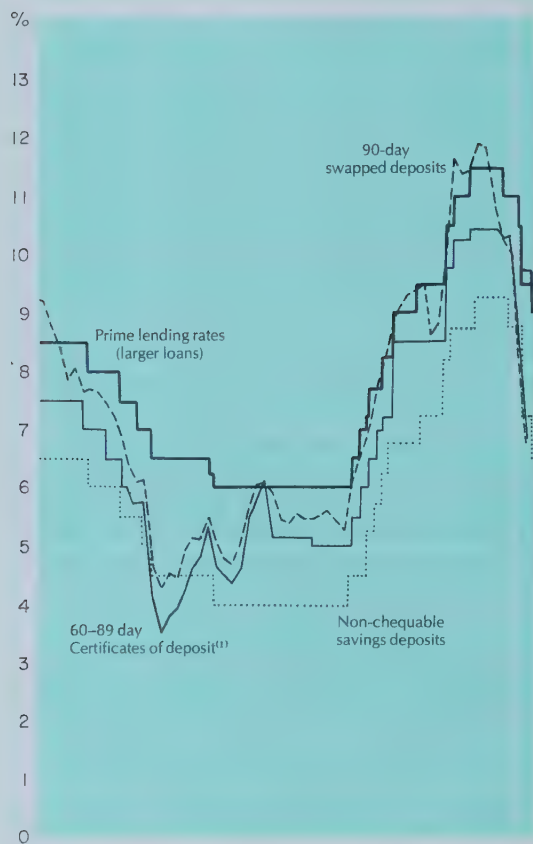
During the course of the summer evidence began to appear that demand pressures in the Canadian economy were beginning to moderate, and late in August short-term interest rates in the United States broke sharply downward. In recognition of the changes that were occurring in the economic and financial environment, the Bank of Canada adopted a more accommodative approach in its provision of cash reserves.

Short-term market interest rates and long-term bond yields both began to fall in Canada from late August onwards. There was a brief interruption in the downward trend in the latter part of November and early December reflecting both a temporary firming of short-term rates abroad and some tightening in Canadian paper markets in the wake of the very large sales of Canada Savings Bonds. Towards year-end interest rates began to decline once again. Money market rates

Interest Rates

Monthly

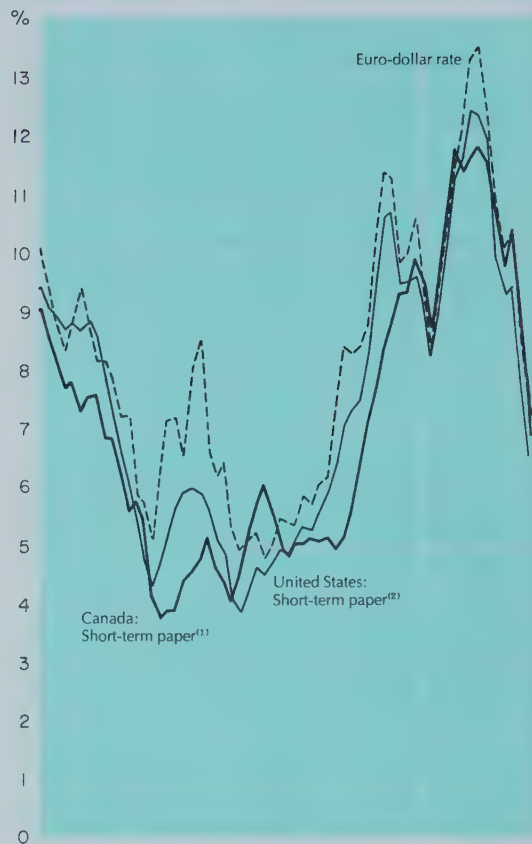
Chartered bank typical rates



⁽¹¹⁾ Until November 1970 and between June 18, 1972 and October 1974, rates prevailing under interest rate agreements.

Short-term

Short-term (3 month) rates

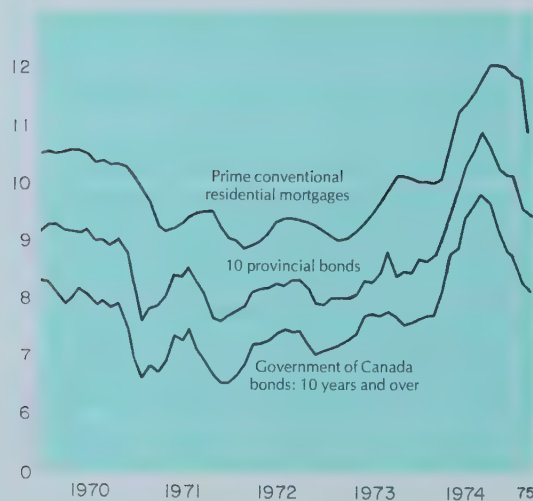


⁽¹¹⁾ Finance company paper

⁽¹²⁾ Dealer-placed commercial paper

Long-term

Canada



Canada-U.S. comparison



fell sharply during the first few weeks of 1975, but since the latter part of January they have remained close to the levels reached at that time. The Bank Rate was reduced by one half of one percentage point in mid-November and in mid-January.

Financial institutions' borrowing and lending rates also began to be adjusted downward in the closing months of 1974. By the end of February 1975 the rates paid by the chartered banks on non-chequable savings deposits had been reduced to $6\frac{1}{2}$ per cent and most banks had lowered their prime lending rates to 9 per cent. Mortgage lending rates declined more slowly; by the end of February conventional rates were typically $10\frac{3}{4}$ per cent and NHA rates were generally $10\frac{1}{2}$ or $10\frac{1}{4}$ per cent.

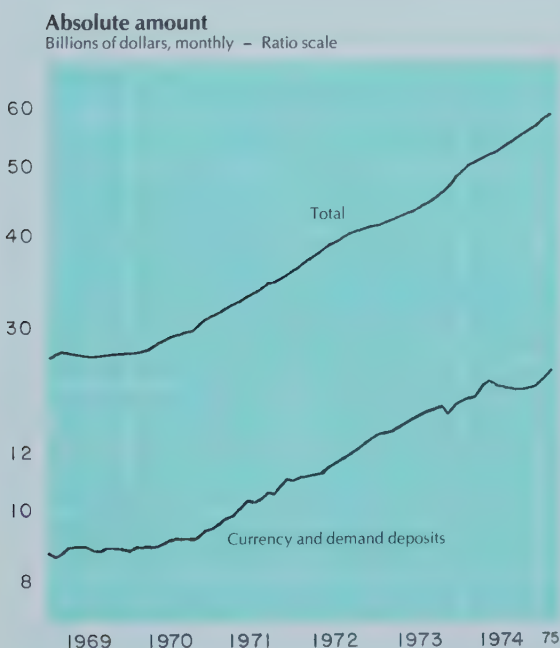
As money market rates decreased, the structure of deposit rates under the "Winnipeg Agreement" became less of a constraint on the banks' ability to attract large blocks of short-term Canadian dollar deposits. The Agreement was terminated on January 15, 1975.

The Money Supply

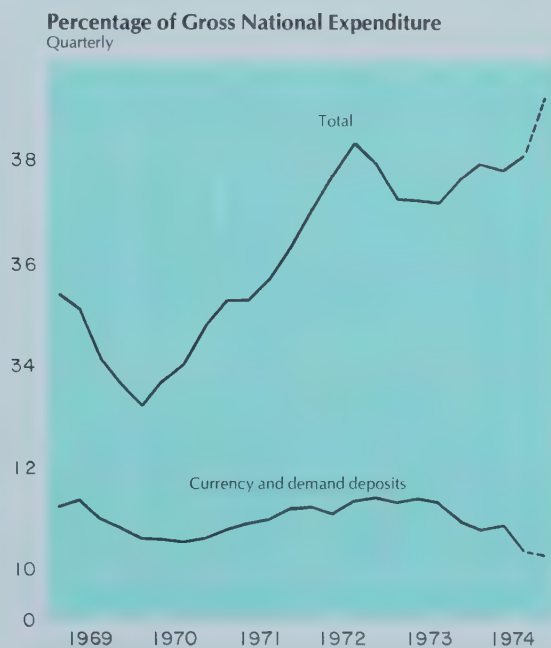
There are many possible ways of defining the money supply. All of them include currency and demand deposits held by the public at chartered banks, but they differ in the extent to which they include any other categories of relatively liquid short-term claims on banks, other financial institutions, or governments from the wide array of such assets available to the public. The discussion that follows is primarily concerned with the two most frequently used definitions, namely, the narrow definition – currency and demand deposits held by the public at chartered banks – and the broader definition that includes these forms of money plus all other Canadian dollar deposits held by the public at chartered banks. The recent behaviour of these two definitions of the money supply (plotted both in absolute terms and as percentages of Gross National Expenditure) is shown in the accompanying charts.

The first of the above definitions (which could be expanded to include some or all of the chequable

Currency Outside Banks and Canadian Dollar Chartered Bank Deposits Held by the Public⁽¹⁾
Seasonally adjusted



⁽¹⁾ Excludes deposits held by the Government of Canada.



savings deposits held at chartered banks and other savings institutions) concentrates on the forms of money that are most readily usable for making payments. The main reason why attention is given to this and to other closely related narrow definitions of the money supply is that, while money holdings of this type are subject to rather large, erratic movements from week-to-week and month-to-month, their growth over longer periods is related in a reasonably systematic way to two important economic variables. They respond positively to changes in the level of national expenditure and negatively (with a longer time lag) to changes in the level of interest rates. This relationship is readily apparent in the accompanying chart, which shows the line on the previous chart for currency and demand deposits as a percentage of Gross National Expenditure together with lines indicating the changing level of two representative measures of short-term interest rates.

While the relationship is not precise over short periods and is affected at times by extraneous influences, it has nevertheless shown a sufficient degree of

stability over longer periods to lend considerable analytical importance to definitions of the money supply that focus primarily on transactions balances.

Recent year-on-year increases in the public's holdings of currency and demand deposits (measured from fourth quarter average levels) have declined from almost 14 per cent in 1972 to 12 per cent in 1973 to 7 per cent in 1974. From the second quarter of 1973 until very recently the percentage growth of the money supply on this definition has been persistently less than that of national expenditure in money terms.

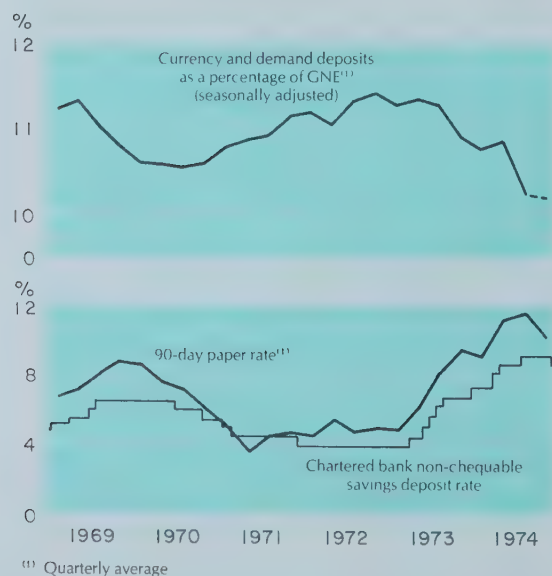
For a time during the spring of 1974 there was an interlude of relatively rapid expansion of currency and demand deposits in response to the unusually rapid growth of national expenditure and the temporary dip in short-term interest rates in the first quarter. A special influence tending to inflate the level of money holdings during this period was the temporary disruption of the flow of payments resulting from the withdrawal of mail services.

As these influences were reversed during the course of the summer, the rate of growth of currency and demand deposits declined sharply and turned negative for a time. More recently, in the wake of the sharp decline in short-term interest rates, holdings of currency and demand deposits have again been rising strongly.

In marked contrast with the slackening rate of growth of currency and demand deposits during 1973 and 1974, the interest-bearing Canadian dollar deposits of the chartered banks continued to expand rapidly throughout the period. Because of the inclusion of these interest-bearing deposits in the broad definition of the money supply referred to above, its behaviour over the past two years has been quite different from that of currency and demand deposits, as can be seen from the following table.

Although the chartered banks offer a considerable variety of interest-bearing deposit accounts (including deposits denominated in U.S. dollars), and although the volume of their interest-bearing deposit liabilities is large – much larger than their demand deposit liabilities – close substitutes for interest-bearing deposits at chartered banks are also generated on a very large scale outside the banking system. Examples include interest-bearing deposits and certificates issued by trust companies and other financial institutions, government treasury bills and Canada Savings Bonds, and short-term money market paper. There is in addi-

Relationship of Currency and Demand Deposits to GNE and Selected Short-term Interest Rates



Currency and Chartered Bank Deposits Held by the Public⁽¹⁾

	Annual rates of change ⁽²⁾	
	Currency and demand deposits	Currency and all Canadian dollar deposits
From same period a year earlier:		
4Q 1972	14	16
4Q 1973	12	15
4Q 1974	7	19
Latest three months ⁽³⁾	8	18
From previous three months:		
1Q 1974	14	26
2Q 1974	20	15
3Q 1974	— 5	19
4Q 1974	2	17
Latest three months ⁽³⁾	16	19

⁽¹⁾ Excludes deposits held by the Government of Canada.

⁽²⁾ Based on quarterly averages of Wednesday data; seasonally adjusted.

⁽³⁾ Preliminary data for the period December 1974 to February 1975.

tion the whole range of interest-bearing financial claims of varying terms to maturity in the form of bonds and debentures. Whatever the factors that determine the total of the public's holdings of interest-bearing claims, there is clearly considerable scope for variation not only in that part of the total which represents relatively liquid short-term claims but also in the proportion of the latter which consists of deposit claims on the banking system.

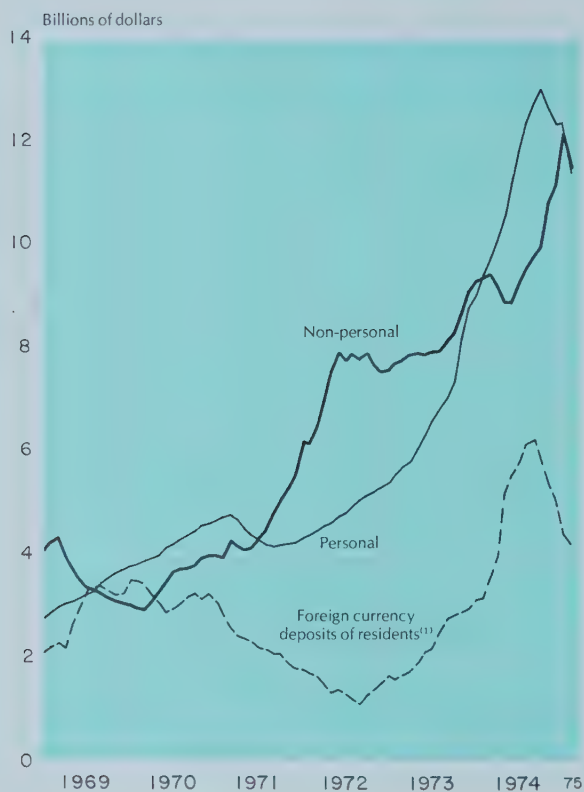
Several factors help to explain the extent to which the interest-bearing deposits of the chartered banks have grown during the past two years. One of these was that, as a result of growing uncertainty about the future value of money and of recurring expectations of further increases in interest rates, the preferences of the investing public shifted in favour of relatively short-term as opposed to longer term claims. Another factor that helped the banks in attracting funds into interest-bearing deposits during much of last year was the fact that prevailing interest rates had risen above the yields on much of the large volume of outstanding Canada Savings Bonds. Many of these Bonds were presented for redemption and the proceeds employed in interest-bearing deposits of the banks and of other financial institutions. When a new issue of Savings Bonds was offered late in 1974 at relatively attractive yields, the process of substitution swung the other way at the expense of interest-bearing institutional deposits.

On the whole, the chartered banks have had considerable freedom in recent years to offer short-term deposit claims to the public on highly attractive terms. It is true that through much of the period from mid-1972 until late in 1974 the ability of the banks to attract large blocks of funds into Canadian dollar interest-bearing deposits was constrained to some extent by the structure of maximum rates for deposits of \$100,000 and more for periods of up to one year that was maintained under the "Winnipeg Agreement" ceilings. These ceiling rates were, however, adjusted upwards on several occasions. Moreover, the chartered banks were left free to compete with foreign banks in terms of the interest rates offered to Canadians on U.S. dollar deposits. To the extent that such deposits are covered forward by foreign exchange contracts, they are essentially similar to Canadian dollar deposits, and in recent years there have been large movements of Canadian-owned funds back and forth between Canadian dollar deposits at the chartered banks and U.S. dollar deposits (also principally at the chartered banks) in response to interest rate differentials. These shifts account in part for the variations in the rate of growth of the Canadian dollar interest-bearing deposits of the chartered banks over the past two years.

The unusually rapid growth in 1973 and 1974 of the main types of high-interest fixed-term deposits offered by the banks is shown in the following chart.

Chartered Bank Fixed-Term Deposits

Seasonally adjusted



⁽¹⁾ Not seasonally adjusted.

In the changed environment of generally declining interest rates which developed towards the end of 1974 and in early 1975, the chartered banks reduced their reliance on fixed-term deposits as sources of deposit funds.

Funds Supplied by Financial Institutions and Markets

The Canadian dollar assets of the chartered banks increased by 19 per cent in 1974, the same high rate of increase as in 1973. While the rate of growth of the banks' loan portfolios was lower than in 1973, they were able to add substantially to their holdings of liquid assets in the course of the year. Through the first

half of 1974 the growth in liquid assets was roughly in line with the rising amounts needed to meet the cash and secondary reserve requirements, but in the closing months of the year and in January 1975 there was a substantial increase in the banks' "free" Canadian liquid assets*. The ratio of "free" Canadian liquid assets to total Canadian dollar assets, which had declined to about 8½ per cent by April 1974 and remained close to that level until September, rose to just over 10 per cent in January. (The increase in "free" Canadian liquid assets around year-end reflected to some extent the reductions in the secondary reserve requirement in December and January, which are discussed in the following chapter.) The banks' holdings of other short-term assets, principally bankers' acceptances and other short-term paper, also rose sharply in the latter part of 1974 and early 1975. After mid-January there was a substantial decline in the banks' "free" Canadian liquid assets and in their holdings of other short-term assets.

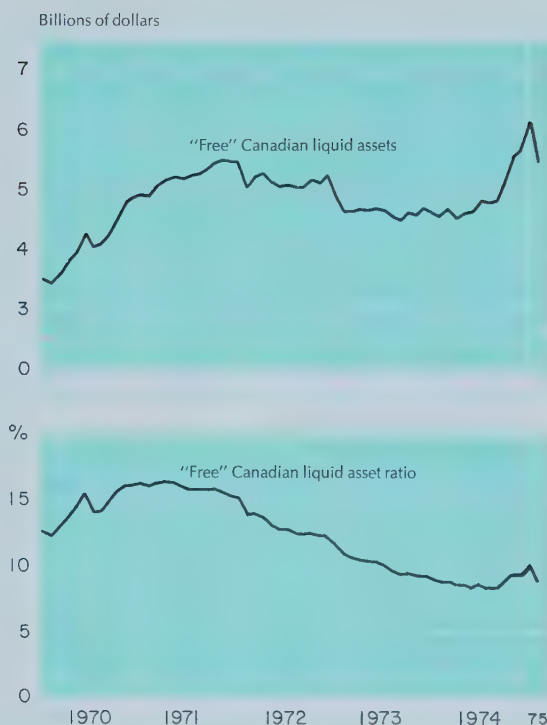
The chartered banks' Canadian dollar business loans increased less rapidly in 1974 than in 1973. During 1974 larger business borrowers raised substantial amounts of funds through the issuance of commercial paper and bankers' acceptances. In addition there were large increases in the chartered banks' foreign currency loans to Canadian business and in lending to business by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks. These shifts in credit flows contributed to the slowdown in the growth of the chartered banks' Canadian dollar loans to business borrowers in 1974. A broader measure of credit extended to business which reflects these other sources of funds as well as chartered bank Canadian dollar loans increased more rapidly in 1974 than in 1973.

Consumer lending by the banks was very buoyant in the early months of the year but subsequently moderated in line with the weakening in the demand for consumer durables. The rate of growth of their residential mortgage portfolios slowed during the second half of 1974, following an earlier sharp decline in their mortgage loan approvals.

* "Free" Canadian liquid assets comprise the banks' holdings of cash, Government of Canada treasury bills and day-to-day loans in excess of minimum reserve requirements, plus Government of Canada bonds and call loans.

Chartered Bank Assets

Average of Wednesdays



A deceleration in the growth of mortgage portfolios and consumer loans was also apparent in the case of non-bank financial institutions. The trust and mortgage loan companies, which hold roughly 80 per cent of their major assets in mortgages, experienced a substantial slowing in their rate of growth in the second half of the year from the relatively high rates in 1973 and the first half of 1974. The major assets of the credit unions and caisses populaires, which are more evenly distributed between mortgages and consumer credit, also increased less rapidly during 1974 following two years of very buoyant expansion. The sales finance and consumer loan industry grew more slowly during the second half of 1974 largely as the result of a deceleration in consumer lending.

The table on page 30 summarizes the funds raised by each of the main categories of non-financial borrower in recent years, showing the sources of these funds.

A substantial increase in the total amount of funds raised in 1974 mainly reflected increased borrowing by the federal Government (discussed in the following section of this Report) and by non-financial businesses.

In 1974 non-financial businesses obtained record amounts of funds from the chartered banks and other financial institutions as well as in short-term paper markets. In addition they raised more through bond issues in 1974 than in either of the previous two years. The strength of business borrowing throughout the year, despite the weakening of over-all economic activity, reflected continued large requirements for funds to finance fixed investment and inventories. Outlays on plant and equipment remained on a strongly rising trend throughout the year and, at the same time, rates of inventory accumulation were at high levels. In the early part of the year the increase in stocks was no doubt by and large planned but, as

Chartered Bank Selected Assets

	Billions of dollars Dec. 1974	Annual rates of change			
		Years		Half-years ⁽¹⁾	
		Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1973 to Dec. 1974	Dec. 1973 to June 1974	June 1974 to Dec. 1974
Canadian liquid assets	12.7	3	14	11	18
(Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets ⁽²⁾)	(13.7)	(1)	(19)	(5)	(35)
Loans, mortgages and other investments ...	46.8	25	21	21	21
Canadian dollar loans	37.4	27	19	19	18
General loans	34.8	26	19	19	18
— unsecured personal	10.8	24	22	24	20
— business	20.6	27	20	22	18
Mortgages	5.9	34	33	37	30
Provincial, municipal and corporate securities ⁽³⁾	2.4	4	7	7	7
Canadian dollar major assets	59.6	19	19	19	20
Memo:					
Bank business loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances ⁽⁴⁾	26.7	25	33	33	33

⁽¹⁾ Seasonally adjusted.

⁽²⁾ Canadian liquid assets plus short-term paper and chartered bank instruments; not seasonally adjusted.

⁽³⁾ Excludes short-term paper; not seasonally adjusted.

⁽⁴⁾ Includes short-term paper issued by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks.

economic activity softened, the financing requirements appear to have reflected considerable involuntary accumulation of inventory.

Although the amount of mortgage market financing in 1974 as a whole was not substantially below the record level in 1973, there was a pronounced change in this market in the spring. The value of residential mortgage loan approvals on both new and existing housing declined substantially from very high levels after mortgage interest rates began to increase rapidly and the non-rate terms on mortgages were stiffened by the major lending institutions. Other factors such as uncertainties about prospective construction costs and rents also contributed importantly to the drop in mortgage approvals on new housing, which was especially marked for multiple units.

Net mortgage investment by the major lenders, which follows mortgage loan approvals with some lag, continued to be buoyant through the first half of 1974; during this period their mortgage portfolios increased at the same 25 per cent rate as during 1973. There was, however, a substantial deceleration in the growth of these portfolios during the second half of the year to a rate of about 15 per cent.

The slowing of the growth of consumer credit was less pronounced than in the case of mortgage credit. Sales of new automobiles, an important factor in the demand for consumer credit, remained at high levels until late in the third quarter but then weakened substantially.

Financing activity by the provinces and municipalities and their enterprises also increased appreciably during 1974. As in the case of private business, fixed

Major Assets of Financial Institutions⁽¹⁾

	Billions of dollars Dec. 1974	Annual rates of change			
		Years		Half-years ⁽²⁾	
		Dec. 1972	Dec. 1973	Dec. 1973	June 1974
		to Dec. 1973	to Dec. 1974	to June 1974	to Dec. 1974
Deposit-taking institutions					
Chartered banks ⁽³⁾	59.6	19	19	19	20
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank	18.9	23	16	23	10
Credit unions and caisses populaires	10.0	25	18	20	17
Sub-total	88.5	21	19	20	17
Contractual savings institutions					
Life insurance companies	20.0	9	9	10	8
Pension funds	17.8	14	14	14	14
Sub-total	37.8	11	11	11	10
Sales finance and consumer loan companies	7.4	20	15	21	10
Total	133.6	18	16	17	15

⁽¹⁾ Figures for December 1974 are estimated, except for banks.

⁽²⁾ Seasonally adjusted.

⁽³⁾ Canadian dollar major assets; average of Wednesdays.

investment outlays by provincial enterprises continued to rise strongly. The increase in this sector's financial requirements was met principally through higher net bond issues in foreign markets. There was a sizeable increase in borrowing in the United States where long-term interest rates were generally lower than those in Canada and, in the latter part of the year, almost \$½ billion of bonds were placed overseas.

Provincial and municipal borrowers and private business (including financial institutions) together raised just over \$3 billion in the Canadian bond market in 1974, much the same amount as in 1973. Borrowing in domestic markets picked up considerably in the closing months of the year and this increased activity continued into 1975. Net new issues of bonds sold to non-residents by these borrowers reached a record level of about \$2 billion in 1974 compared with \$750 million in the previous year.

The increased capital inflow resulting from net new bond issues sold to non-residents was partly offset by

substantially larger outflows for the financing of export credits and by smaller inflows of foreign direct investment in Canada. Short-term capital transactions, which gave rise to outflows of some \$¾ billion to \$1 billion in 1972 and 1973, are estimated to have resulted in inflows of a like amount in 1974. There were large and to some extent offsetting flows in the major categories of short-term capital in 1974. Although the foreign currency operations of the chartered banks gave rise to substantial outflows, transactions involving deposits at foreign banks, money market instruments and commercial leads and lags produced even larger inflows. Over-all, Canadian residents raised close to \$2 billion from foreign sources in 1974 following a year in which there had been no net recourse to foreign funds.

Funds Raised by Major Non-financial Borrowers

	Billions of dollars		
	1972	1973	1974
Non-financial Businesses			
Increases in loans			
— chartered banks	2.3	3.8	4.3
— other institutions	0.5	1.1	1.9
Net new issues			
— Canadian dollar bonds	0.9	0.9	1.2
— foreign currency bonds	—	—	0.2
— stocks	0.4	0.4	0.4
— short-term paper	— 0.1	— 0.1	1.7
Direct investment from abroad	0.7	0.7	0.5
Total	4.8	6.8	10.1
Mortgage Borrowers⁽¹⁾			
Trust and mortgage loan companies ⁽²⁾	1.6	2.7	2.4
Chartered banks	1.1	1.2	1.5
Other private institutions	1.4	2.4	2.3
Total	4.1	6.3	6.1
Consumers			
Chartered banks	1.4	1.7	1.9
Other sources	0.8	1.0	1.0
Total	2.2	2.8	3.0
Total Private Borrowing	<u>11.0</u>	<u>15.9</u>	<u>19.2</u>
Provinces and Municipalities⁽³⁾			
Net new bond issues			
— purchased with CPP funds	1.0	1.0	1.2
— other Canadian dollar	1.5	1.4	1.3
— foreign currency	0.9	0.6	1.7
Net treasury bills and short-term paper issues	0.1	— 0.1	— 0.2
Chartered bank loans	0.1	0.4	0.3
Total	3.6	3.3	4.2
Government of Canada			
Net new issues			
— treasury bills	0.3	0.5	0.9
— Canadian dollar marketable bonds	0.1	— 0.2	0.9
— Canada Savings Bonds	1.2	— 0.4	2.4
Total	1.6	— 0.1	4.2
Total Borrowing	<u>16.2</u>	<u>19.2</u>	<u>27.7</u>

⁽¹⁾ These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

⁽²⁾ Includes mortgage loan companies associated with chartered banks.

⁽³⁾ Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded. Canadian dollar bond issues placed in overseas markets are included in foreign currency issues.

Bank of Canada Operations

This chapter provides a summary record of Bank of Canada operations during 1974 and early 1975.

Monetary Policy Operations

During 1974 until late in the summer the Bank of Canada maintained a cash management policy that was designed on balance to offer resistance to the strong credit demands and to moderate the rate of monetary growth. In light of the changing economic prospects the Bank then adjusted its policy in order to facilitate a movement to easier monetary conditions.

Bank Rate was raised from $7\frac{1}{4}$ per cent to $8\frac{1}{4}$ per cent on April 15, 1974, to $8\frac{3}{4}$ per cent on May 13 and finally to $9\frac{1}{4}$ per cent on July 24. It remained at that level until November 18, when it was reduced to $8\frac{3}{4}$ per cent. On January 13, 1975 the Bank Rate was reduced by a further one half of one percentage point to $8\frac{1}{4}$ per cent.

The record of the chartered banks' cash reserve position during 1974 is shown in Appendix Table I. The level of excess cash reserves supplied to the banking system in support of the broad policy outlined above was affected from time to time by the Bank of Canada's response to changing pressures in financial markets. A striking example occurred in the spring of 1974 when a disruption of mail services added temporarily to the strong pressures that were already evident in the Canadian financial market. The Bank of Canada moderated the impact of these pressures by supplying excess cash reserves in unusually large amounts in order to accommodate the temporary increase in the amount of cash reserves that banks wished to hold. Another example occurred this year when the Bank tightened its cash reserve management

to prevent the rapid decline in money market interest rates in January from becoming excessive.

The monthly record of Bank of Canada transactions in Government of Canada securities and bankers' acceptances during 1974 is presented in Appendix Table III.

During the course of the year the par value of the Bank's holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances increased by \$1,115 million. This increase includes net open market operations, changes associated with new issues of treasury bills and bonds, and net transactions with Government accounts and with other clients. Open market operations accounted for \$535 million or almost half of the increase in the Bank's holdings of securities. In addition to assisting in the management of chartered bank cash reserves these transactions were helpful in stabilizing market conditions, particularly during periods of excessive rate pressures.

In late March and early April, when interest rates were rising rapidly, the Bank lent substantial support to markets through cash purchases of both short-term and medium-term Government of Canada bonds and through acquisitions of bonds in exchange for treasury bills. The bulk of the support was concentrated in the second half of March and in April when the Bank of Canada's portfolio of Government of Canada securities increased by about \$550 million over a period of six weeks. In early June the Bank became a net seller of Government of Canada bonds at a time when demand for the new Government of Canada issues being offered in connection with the June 15 refunding operation exceeded the supply available in the market. When the market experienced a substantial rally in October and November, the Bank again became a

seller of bonds for cash and on a switch basis against very short-term bonds and treasury bills. Although the Bank favoured the downward move in yields, the pace of yield adjustment became excessive at times and the Bank was acting to moderate the movement. In late November and December the Bank acquired large quantities of treasury bills and bankers' acceptances. The bill purchases were largely related to the reductions in the required minimum secondary reserve ratio. The bankers' acceptances acquired by the Bank were nearly all of a term to maturity of thirty days or less and these purchases were made primarily to assist cash management over the seasonal peak in note circulation that occurs at year-end. By the end of January these acceptances had all matured and the Bank held none in its portfolio.

The net additions to the Bank's holdings of Government of Canada bonds, treasury bills and bankers' acceptances over the year also made it possible for the Bank to reduce the level of its holdings of foreign currency assets resulting from temporary swap transactions with the Exchange Fund Account. The Canadian dollar value of these investments declined by \$214 million during 1974. As has been indicated in earlier Annual Reports, the Bank uses such temporary swap transactions to assist in its management of cash reserves and to provide flexibility in the timing of its transactions in Government of Canada securities.

In May the Bank announced a change in its practice with respect to the maximum rate at which it is prepared to enter into Purchase and Resale Agreements with money market dealers. The practice had been to set the PRA rate at $\frac{1}{4}$ of one per cent above the average 91-day treasury bill rate at the latest weekly tender, subject to a minimum of Bank Rate minus $\frac{3}{4}$ of one per cent and a maximum at the level of Bank Rate. Under the new practice the maximum PRA rate is Bank Rate plus $\frac{1}{2}$ of one per cent. The change was made to permit flexibility in the relationship between the average 91-day bill rate at tender and the Bank Rate. In commenting on the change at the time the Bank stated that henceforth an average yield at tender on 91-day bills that equals or exceeds the Bank Rate or even the maximum PRA rate should not necessarily be regarded as foreshadowing a change in these rates.

The Bank of Canada reduced the required secondary reserve ratio of the chartered banks from 8 per cent to 7 per cent of their Canadian dollar deposit liabilities effective December 1974, and to 6 per cent effective

January 1975. These reductions were largely technical in nature. The Bank did not want to keep the secondary reserve requirement any higher than was necessary and circumstances were favourable for reducing it. The large Canada Savings Bond sale in November had increased the cash balances of the Government of Canada substantially and the programme of weekly additions to the outstanding amount of treasury bills, which make up the bulk of the banks' secondary reserves, was terminated at the end of November. The immediate increases in chartered bank "free" liquid asset holdings resulting from the reductions in the secondary requirement were substantially offset by the Bank of Canada through its cash reserve management and open market purchases of treasury bills, particularly on the occasion of the December reduction.*

Debt Management

During 1974 the outstanding amount of Government of Canada marketable securities payable in Canadian dollars plus Canada Savings Bonds increased by \$4,249 million. In addition ordinary foreign exchange transactions resulted in a net inflow of Canadian dollars to the Government of \$158 million. The Government's net Canadian dollar financing requirements for domestic transactions were about \$1.8 billion in 1974, and the Government's Canadian dollar cash balances increased by \$2,573 million over the year.

A net total of \$940 million was raised through additions to the outstanding amount of treasury bills. The treasury bill programme during the year included completing the establishment of a pattern of quarterly auctions of one-year bills.

Over the year the outstanding amount of Canadian dollar direct and guaranteed marketable bonds of the Government of Canada increased by \$868 million. (Details are given in Appendix Table IV). The Government borrowed in the bond market on six occasions, five of them at the maturity of outstanding issues. On four of these occasions the Government raised funds in excess of the amount of maturing issues, while on December 1, 1974, \$525 million of bonds were sold against a maturity of a like amount. On August 15,

* The Bank of Canada announced on February 28 that the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks was being reduced from 6 per cent to $5\frac{1}{2}$ per cent, effective in March 1975.

1974 when there was no maturing bond issue, the Government raised \$250 million in new funds. Part of the \$550 million raised on February 1 was applied to advances to the Canadian National Railway Company in connection with the retirement of \$200 million of the Company's 3³/₄% bonds maturing February 1, 1974.

The new marketable bond issues sold in 1974 were mainly of short- and medium-term maturity, although one long-term issue with a 9¹/₂% coupon was sold on June 15 in the amount of \$150 million. Bonds with extendible options were offered in five of the new loans. The average term to maturity of outstanding unmatured marketable direct and guaranteed bonds shortened by three months over the year to five years, four months.

The management of Canada Savings Bonds presented particular difficulties in 1974. The rapid escalation of interest rates offered on competing investments during the spring and summer sharply increased the rate of redemption of Canada Savings Bonds. In order to give holders of the bonds a more attractive return, the Government of Canada announced on May 6 that a cash bonus would be payable on outstanding Canada Savings Bonds. The bonus raised the yield from May 1, 1974 to maturity to 9% and consisted of a payment at

maturity on bonds maturing on or before November 1, 1979, and two payments on bonds maturing after November 1, 1979, the first at that date and the second at maturity. The terms of the 1974/75 series of Canada Savings Bonds were announced on September 9. This series offered investors a nine-year bond with interest of 9³/₄% payable in each year, but without the option to compound interest that had been offered on recent issues. At the same time the Government announced an increase in the bonus payable on outstanding Canada Savings Bonds sufficient to produce an average yield of 10¹/₂% effective from September 1 to maturity.

Because of the declining trend of interest rates during the Canada Savings Bond campaign, the Bonds proved very attractive to investors and net sales during the campaign amounted to \$4,021 million. The series was withdrawn from sale on November 15. At the end of 1974 the outstanding amount of Canada Savings Bonds was \$2,441 million higher than a year earlier.

Holders of the 8% marketable bonds due October 1, 1974 had the option until April 1, 1974 to exchange their bonds into an equal par value of 8% bonds maturing October 1, 1986. In total, \$235 million of the bonds were exchanged, leaving \$190 million of the original issue to mature in October 1974.

Government of Canada Financing, 1974

	Millions of dollars
Requirements	
Domestic transactions ⁽¹⁾	1,834
Ordinary exchange transactions	— 158
	1,676
Financing	
Net par value changes in Canadian dollar	
debt outstanding — Treasury bills	940
— Marketable bonds	868
— Canada Savings Bonds	2,441
	4,249
Increase (—) in Canadian dollar cash balances ⁽²⁾	— 2,573
	1,676

⁽¹⁾ Including an advance to the Exchange Fund Account to permit remittance of profits, but excluding advances to the Canadian National Railway Company in connection with the retirement of \$200 million of the Company's bonds.

⁽²⁾ Excluding the \$214 million impact of a reduction in temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.

In September the Government repaid a U.S. dollar denominated loan of u.s.\$45 million. The repayment was effected through a reduction in foreign exchange reserves and did not affect the Canadian dollar position of the Government.

In March 1974, the Government cancelled \$6 million of 5½% August 1, 1980 bonds which it had previously acquired under provisions of the purchase fund for this issue, leaving \$310 million of the issue outstanding.

Foreign Exchange Operations

The Canadian dollar traded over a wider range in terms of the U.S. dollar during 1974 and early 1975 than in either of the two preceding years. At the beginning of 1974 Canada's balance of payments was expected to be less affected by the sharp increase in world oil prices than that of most industrial countries, and very large inflows of capital and advance conversion of export receipts contributed to a steady appreciation of the Canadian dollar against most currencies. In April the dollar reached a fourteen year high of u.s.\$1.0443, up from u.s.\$1.0040 at the end of 1973. In the second and third quarters capital inflows subsided and the deficit on current account increased, giving rise to a steady easing in the value of the Canadian dollar. In the fourth quarter the current account deficit increased sharply, but a marked increase in capital inflows moderated the tendency for the Canadian dollar to decline. At year-end the exchange value of the Canadian dollar was u.s.\$1.0095, and it declined further in the early weeks of 1975.

Canada's official international reserves rose by u.s.\$468 million in the first four months of the year, but subsequently declined by u.s.\$411 million, to a year-end level of u.s.\$5,825 million.

The Bank of Canada's purchases and sales of U.S. dollars on behalf of the Exchange Fund Account to maintain orderly conditions in the Canadian market accounted for a major part of reserve changes during the year. Reserve holdings were reduced by u.s.\$45 million as a result of the repayment of a 1949 Government of Canada U.S. dollar bond issue which matured in September. The method of valuing the Special Drawing Right, which had been in terms of gold, was altered by the IMF in July to a procedure based on a composite basket of currencies. The value of the SDR in terms of the U.S. dollar subsequently rose and as a result the value of Canada's holdings of assets denominated in SDRs increased by u.s.\$32 million from

July to the end of December.

The composition, though not the total, of Canada's reserves was affected during the year by loans of u.s.\$168 million to the International Monetary Fund related to a special oil facility under which Canada agreed to lend a maximum of cdn.\$300 million. The loans reduced Canada's official holdings of U.S. dollars and increased our holdings of assets denominated in SDRs.

In April 1974 the Bank of Canada entered into a temporary financial arrangement with the Banca d'Italia in the amount of \$250 million. The arrangement was a stand-by facility that provided for simultaneous reciprocal drawings of Canadian dollars and Italian lire for short periods of time. The facility was part of a network of financing arrangements initiated by the Italian authorities involving international financial institutions and other central banks. It was similar in character to other international swap arrangements such as the one existing between the Bank of Canada and the United States Federal Reserve System and those arranged for a temporary period by the Bank of Canada in 1968 with the Bank for International Settlements, the Deutsche Bundesbank and the Banca d'Italia. This arrangement remained in effect until January 1975; no drawings were made under it.

Exchange Rate and Official Reserves



APPENDIX TABLE I

Chartered Bank Cash Reserves

		Millions of dollars					Excess cash reserve ratio	Number of statutory days
		Requirements			Average holdings of Bank of Canada deposits	Cumulative excess reserves for the period		
		Total cash requirements	Average Bank of Canada notes	Required Bank of Canada deposits				
1974								
January	1-15	2,857	829	2,028	2,064	359	0.08	10
	16-31				2,060	383	0.07	12
February	1-15	2,902	937	1,965	1,998	358	0.07	11
	16-28				1,999	301	0.07	9
March	1-15	2,806	833	1,972	2,000	306	0.06	11
	16-31				2,016	435	0.09	10
April	1-15	2,803	833	1,970	2,020	505	0.11	10
	16-30				2,049	874	0.17	11
May	1-15	2,823	843	1,980	2,038	641	0.12	11
	16-31				2,042	677	0.13	11
June	1-15	2,961	856	2,105	2,165	596	0.12	10
	16-30				2,154	488	0.10	10
July	1-15	2,870	892	1,978	2,027	486	0.10	10
	16-31				2,017	468	0.08	12
August	1-15	2,984	917	2,067	2,110	478	0.09	11
	16-31				2,112	497	0.09	11
September	1-15	3,011	919	2,093	2,146	483	0.10	9
	16-30				2,141	530	0.09	11
October	1-15	3,038	933	2,105	2,153	480	0.09	10
	16-31				2,156	619	0.10	12
November	1-15	3,079	925	2,153	2,190	364	0.07	10
	16-30				2,187	340	0.06	10
December	1-15	3,228	934	2,294	2,336	419	0.08	10
	16-31				2,358	631	0.12	10
1975								
January ⁽¹⁾	1-15	3,550	948	2,602	2,638	361	0.06	10
	16-31				2,624	263	0.04	12
February ⁽¹⁾	1-15	3,611	1,070	2,541	2,567	263	0.05	10

⁽¹⁾ Preliminary.

APPENDIX TABLE II

Bank of Canada Assets and Liabilities

	Monthly changes, millions of dollars							
	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in IDB	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1974								
January	+ 60	- 256	+ 22	- 145	- 385	+ 34	+ 33	- 2
February	+ 24	- 74	+ 22	+ 50	+ 12	- 35	+ 53	- 9
March	+ 125	- 196	+ 15	+ 89	+ 57	+ 56	- 82	+ 2
April	+ 340	- 240	+ 27	- 51	+ 150	- 61	- 8	- 5
May	- 20	+ 124	+ 16	+ 39	+ 82	+ 50	+ 26	+ 1
June	- 183	+ 376	+ 24	- 1	+ 171	+ 61	- 17	-
July	+ 29	+ 15	+ 33	- 39	+ 129	- 93	+ 1	+ 1
August	+ 206	- 126	+ 20	- 2	- 18	+ 66	+ 49	-
September	+ 87	- 99	+ 11	+ 24	- 20	+ 56	- 37	+ 23
October	- 88	+ 88	+ 29	+ 9	+ 47	+ 4	- 11	- 1
November	+ 33	- 44	+ 15	+ 43	+ 14	+ 30	-	+ 3
December	+ 389	+ 223	+ 12	+ 96	+ 498	+ 184	+ 4	+ 36
Total	<u>+ 1,002</u>	<u>- 209</u>	<u>+ 246</u>	<u>+ 112</u>	<u>+ 737</u>	<u>+ 352</u>	<u>+ 11</u>	<u>+ 49</u>
1975								
January	+ 3	- 52	+ 26	- 184	- 491	+ 294	+ 5	- 15

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (–) investment dealers and banks ⁽¹⁾					Bankers' acceptances	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	Treasury bills	Bonds ⁽²⁾ 3 years and under	3–5 years	5–10 years	Over 10 years			
1974								
January	+ 18.0	+ 6.7	–	–	–	– 37.3	– 12.6	+154.7
February	–	+ 10.0	–10.0	–	–	–	–	– 65.1
March	+124.6	+ 0.4	–	–	–	–	+125.0	– 76.4
April	– 73.0	+116.0	+39.1	+7.2	–	–	+ 89.3	– 22.3
May	– 78.0	–	–	–	–	–	– 78.0	–
June	– 86.5	– 47.5	–	+0.1	+2.7	–	–131.2	–
July	+ 4.5	–	–	–	+0.2	–	+ 4.7	–
August	– 4.7	–	–	–	–	+ 1.0	– 3.7	–
September	+ 11.0	–	–	–	–	– 1.0	+ 10.0	+ 45.0
October	–117.5	– 2.6	–41.7	–	–	–	–161.8	– 31.9
November	+154.7	– 2.6	–67.3	–	–	+ 47.0	+131.8	+ 43.3
December	+468.4	–	–	–	–	+ 93.4	+561.8	– 56.4
Total	<u>+421.5</u>	<u>+ 80.4</u>	<u>–79.9</u>	<u>+7.3</u>	<u>+2.9</u>	<u>+103.1</u>	<u>+535.3</u>	<u>– 9.1</u>
1975								
January	+131.5	–	–	–	–	–140.3	– 8.8	–

⁽¹⁾ During 1974 advances by the Bank of Canada to the chartered banks were outstanding on 49 business days. Purchase and resale agreements with money market dealers were outstanding on 110 business days. Over the year as a whole, the average daily amount of advances outstanding was \$7.4 million. The average daily amount of securities held by the Bank of Canada under PRA was \$25.9 million.

⁽²⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

Bankers' Acceptances

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
+ 13.4	-	-101.5	-12.3	- 59.6	+118.6	- 17.3	+ 41.7
+ 8.6	+123.1	- 39.7	-21.4	- 8.5	+ 33.7	- 19.7	+ 5.5
+ 89.1	-	- 28.5	+19.1	+150.9	- 23.6	+ 1.0	+ 128.3
+ 69.5	+152.7	+ 53.6	- 0.7	+ 50.1	+295.1	- 3.3	+ 341.9
+ 69.3	-	- 7.9	- 2.8	- 16.6	- 2.8	-	- 19.4
+ 8.8	+ 9.9	- 67.5	- 6.7	-145.2	- 41.5	-	- 186.7
+ 70.5	-	- 45.0	- 1.7	+ 30.0	- 1.5	-	+ 28.5
+134.9	+125.1	- 35.5	- 9.0	+ 94.7	+116.1	+ 1.0	+ 211.8
+ 58.4	- 9.9	- 8.5	- 4.2	+ 61.5	+ 23.8	+ 5.5	+ 90.8
+ 0.2	+140.8	- 39.9	- 5.9	-156.1	+ 63.1	- 5.5	- 98.5
- 29.6	-	- 67.8	+18.0	+ 81.3	- 38.2	+ 52.5	+ 95.6
- 1.5	+ 0.9	- 1.4	-27.5	+439.8	- 50.7	+ 86.8	+ 475.9
<u>+491.6</u>	<u>+542.6</u>	<u>-389.6</u>	<u>-55.1</u>	<u>+522.0</u>	<u>+492.0</u>	<u>+101.0</u>	<u>+1,115.0</u>
- 21.8	-	- 88.3	-18.2	+ 21.4	- 18.2	-140.3	- 137.1

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1974		Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
					Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct						
Feb.	1	7% Dec. 1, 1976 ⁽¹⁾	2 yrs. 10 mos.	7.00	225	
		7½% Dec. 1, 1980 ⁽²⁾⁽³⁾	6 yrs. 10 mos.	7.40	325	
					550 ⁽⁴⁾	200
Feb.	8	Treasury bills	364 days	6.14	150	125
Mar.	1					6 ⁽⁵⁾
Apr.	1	6½% Apr. 1, 1977 ⁽⁶⁾	3 yrs.	7.01	225	
		7% Apr. 1, 1979 ⁽⁷⁾	5 yrs.	7.30	325	
					550	405
May	10	Treasury bills	364 days	8.40	175	125
June	15	9¼% Feb. 1, 1976	1 yr. 7½ mos.	9.25	100	
		9¼% Feb. 1, 1977 ⁽⁸⁾	2 yrs 7½ mos.	9.25	350	
		9½% June 15, 1994 ⁽⁹⁾	20 yrs.	9.50	150	
					600	450
Aug.	9	Treasury bills	364 days	9.02	150	
Aug.	15	9¼% Feb. 1, 1977 ⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾	2 yrs. 5½ mos.	9.25	250	
Oct.	1	9¼% Feb. 1, 1976 ⁽¹²⁾	1 yr. 4 mos.	9.25	50	
		9¼% Apr. 1, 1978 ⁽¹³⁾	3 yrs. 6 mos.	9.25	325	
					375	190
Nov.	22	Treasury bills	364 days	6.83	150	150
Dec.	1	7½% July 1, 1978	3 yrs. 7 mos.	7.42	525	525
		Total bonds			2,850	1,776
		Total treasury bills*			625	400
Issues payable in Canadian dollars – guaranteed						
Feb.	1					200 ⁽¹⁴⁾
Dec.	28					6 ⁽¹⁵⁾
Issues payable in foreign currencies						
Apr.	15					1 ⁽¹⁶⁾
Sept.	1					44 ⁽¹⁷⁾
Oct.	15					1 ⁽¹⁶⁾

* Excludes three-month and six-month treasury bills.

- (1) In addition to \$125 million 7% December 1, 1976 already outstanding.
- (2) Exchangeable at option of holder from December 1, 1979 to May 31, 1980 into an equal par value of 7-year 8% bonds dated December 1, 1980 and due December 1, 1987 giving a combined average yield of 7.63% for the full 13-year 10-month period commencing February 1, 1974.
- (3) In addition to \$475 million December 1, 1980 already outstanding.
- (4) Proceeds partially applied to advances to the Canadian National Railway Company in connection with the retirement of \$200 million of the Company's 3¾% bonds maturing February 1, 1974.
- (5) Cancellation of 5½% August 1, 1980 bonds held by the Purchase Fund.
- (6) In addition to \$450 million 6½% April 1, 1977 already outstanding.
- (7) Exchangeable at option of holder from April 1, 1978 to September 30, 1978 into an equal par value of 5-year 8% bonds dated April 1, 1979 and due April 1, 1984 giving a combined average yield of 7.59% for the full 10-year period commencing April 1, 1974.
- (8) Exchangeable at option of holder on or before November 1, 1976 into an equal par value of 9¼% bonds due February 1, 1982 yielding 9.25% for the 7-year 7½-month period commencing June 15, 1974.
- (9) The Government of Canada will operate a Purchase Fund for this issue.
- (10) Exchangeable at option of holder on or before November 1, 1976 into an equal par value of 9¼% bonds due February 1, 1982 yielding 9.25% for the 7-year 5½-month period commencing August 15, 1974.
- (11) In addition to \$350 million 9¼% February 1, 1977 already outstanding.
- (12) In addition to \$100 million 9¼% February 1, 1976 already outstanding.
- (13) Exchangeable at option of holder on or before January 1, 1978 into an equal par value of 9¼% bonds due April 1, 1984 yielding 9.25% for the 9-year 6-month period commencing October 1, 1974.
- (14) Maturity of Canadian National Railway Company 3¾% bonds issued February 1, 1954.
- (15) Cancellation by purchase funds of the following Canadian National Railway bonds: \$1.3 million of 5% May 15, 1977; \$1.9 million of 5¾% January 1, 1985; \$2.8 million of 5% October 1, 1987.
- (16) Partial redemption at par of U.S. – pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.
- (17) Maturity of 2¾% U.S. bonds issued September 1, 1949.

Withdrawal of Foreign Borrowing Guidelines

Department of Finance Press Release, dated February 27, 1975

Finance Minister John N. Turner today announced the withdrawal of the foreign borrowing guidelines introduced by the government in 1970.

Mr. Turner said the government no longer wishes Canadian borrowers to feel constrained by the request made by his predecessor and since repeated on several occasions to explore fully the availability of funds in the Canadian capital market before floating issues outside of Canada. This specific request to Canadian borrowers is being withdrawn at this time because the current account of Canada's balance of payments is not now in a surplus position as it was when the request was made.

Mr. Turner noted that the House of Commons last week approved an amendment to Clause 118 of Bill C-49. The effect of that amendment was to extend the exemption from withholding tax for interest on government bonds for a further three-year period – that is, government securities issued before 1979. This should resolve the immediate problem which has been of particular concern to the provinces – the problem of organizing their budgetary and borrowing requirements over the difficult next period of several years.

The Minister expressed confidence that these changes will help Canadian authorities and businesses in planning their financial affairs.

BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1974
(with comparative figures for 1973)

	1974	1973
	(thousands of dollars)	
INCOME		
Revenue from investments and other income	<u>\$518,293</u>	<u>\$404,069</u>
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 13,800	\$ 11,442
Contributions to pension and insurance funds	3,962	3,237
Other staff expenses ⁽²⁾	1,200	1,022
Directors' fees	32	39
Auditors' fees and expenses	142	141
Taxes – municipal and business	1,958	1,776
Bank note costs	8,448	7,479
Data processing and computer costs	1,171	913
Maintenance of premises and equipment – net	1,533	1,309
Printing of publications	410	365
Other printing and stationery	514	369
Postage and express	341	323
Telecommunications	417	413
Travel and staff transfers	529	535
Interest	765	112
Other expenses	<u>460</u>	<u>475</u>
	\$ 35,682	\$ 29,950
Depreciation on buildings and equipment	1,304	1,181
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>481,307</u>	<u>372,938</u>
	<u>\$518,293</u>	<u>\$404,069</u>

(1) The number of staff averaged 1,304 in 1973 and 1,354 in 1974.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, overtime pay, educational training costs and medical services.

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1974

ASSETS

Deposits in foreign currencies:

	1974	1973
	(thousands of dollars)	
Pounds sterling and U.S.A. dollars	\$ 7,699	\$ 32,066
Other currencies	347	434
	<u>8,046</u>	<u>32,500</u>

Cheques drawn on other banks	182,544	134,106
------------------------------------	---------	---------

Advances to chartered and savings banks	8,000	—
---	-------	---

Accrued interest on investments	127,174	104,062
---------------------------------------	---------	---------

Bills bought in open market, not including

treasury bills, at cost	139,741	39,185
-------------------------------	---------	--------

Investments — at amortized values:

Treasury bills of Canada	1,590,311	1,081,053
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	2,528,675	2,282,253
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	2,859,628	2,612,498
Debentures issued by Industrial Development Bank	891,960	656,784
Securities issued by the United Kingdom		
and the United States of America	570,039	775,988
Other securities	2,633	2,633
	<u>8,443,246</u>	<u>7,411,209</u>

Industrial Development Bank:

Total issued share capital, at cost (note)	73,000	64,000
--	--------	--------

Bank premises:

Land, buildings and equipment		
Cost less accumulated depreciation	44,727	29,509

Net balance of Government of Canada collections

and payments in process of settlement	155,132	178,521
---	---------	---------

Other assets	2,507	6,130
--------------------	-------	-------

	<u>\$ 9,184,117</u>	<u>\$ 7,999,222</u>
--	---------------------	---------------------

LIABILITIES

	1974	1973
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund	25,000	25,000
Notes in circulation	6,290,476	5,551,218
Deposits:		
Government of Canada	16,695	6,356
Chartered banks	2,361,274	2,006,452
Other	101,319	54,174
	<u>2,479,288</u>	<u>2,066,982</u>
Liabilities in foreign currencies:		
Government of Canada	1,681	25,007
Other	197	165
	<u>1,878</u>	<u>25,172</u>
Bank of Canada cheques outstanding	373,369	322,140
Other liabilities	9,106	3,710
	<u>\$ 9,184,117</u>	<u>\$ 7,999,222</u>

NOTE: The audited financial statements of the Industrial Development Bank as at September 30, 1974 show an equity of \$104,293,146 at which date the Bank of Canada's investment in the share capital was \$71,000,000. As soon as possible after the coming into force of the Federal Business Development Bank Act, the Minister of Finance shall, as provided in the Act, authorize payment out of the Consolidated Revenue Fund to the Bank of Canada of an amount equal to the par value of the outstanding shares of the Industrial Development Bank held by the Bank of Canada at that time.

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **A. ROUSSEAU**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1974 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination included a general review of the accounting procedures and such tests of accounting records and other supporting evidence as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1974 and the results of its operations for the year then ended.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.
de la firme Séguin, Préfontaine, Patenaude & Cie

G. I. CRAIG, C.A.
of the firm Price Waterhouse & Co.

Ottawa, Canada, January 23, 1975

Board of Directors

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI, N.B.
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
C. A. DAGENAIS	MONTREAL, QUE.
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
J. G. LANGS, Q.C.	HAMILTON, ONT.
J. L. LEWTAS, Q.C.	TORONTO, ONT. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK.
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C.

Ex-officio

S.S. REISMAN	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
--------------	--

Officers

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*

*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*

R. JOHNSTONE, *Adviser*

J. N. R. WILSON, *Adviser*

L. F. MUNDY, *Director of Administrative Operations*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*

D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*

JACQUES A. BUSSIÈRES, *Adviser*

G. HAMILTON, *Secretary*

*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

D. A. THOMPSON, *Auditor*

D. G. WARNER, *Assistant Auditor*

A. ROUSSEAU, *Chief Accountant*

Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

J. M. ANDREWS, *Deputy Chief*

A. W. NOBLE, *Deputy Chief*

H. JANSSEN, *Assistant Chief*

I. D. CLUNIE, *Assistant Chief*

J. E. ARSENAULT, *Administrative Officer*

F. FAURE, *Deputy Chief*

V. O'REGAN, *Securities Adviser*

J. M. MCCORMACK, *Assistant Chief*

J. D. G. A. DUBUC, *Securities Officer*

Toronto Division

J. T. BAXTER, *Chief*

T. NOËL, *Assistant Chief*

J. KIERSTEAD, *Securities Officer*

Montreal Division

J. CLÉMENT, *Chief*

T. G. BOLAND, *Securities Adviser*

L. PELLAND, *Securities Officer*

D. R. CAMERON — *Vancouver Representative*

Research Department

J. W. CROW, *Chief*

*D. B. BAIN, *Deputy Chief*

D. R. STEPHENSON, *Assistant Chief*

DOROTHY J. POWELL, *Editorial Adviser*

S. L. HARRIS, *Research Officer*

T. MAXWELL, *Research Officer*

R. PARTRIDGE, *Research Officer*

A. G. KEITH, *Research Adviser*

G. B. GLORIEUX, *Assistant Chief*

A. C. MACKENZIE, *Research Officer*

J.-G. TURCOTTE, *Research Officer*

J. A. COOMBS, *Research Officer*

SHEILA I. BALATTI, *Chief Librarian*

*Seconded for planning of new Head Office

Department of Banking and Financial Analysis

W. A. MCKAY, *Chief*

*G. G. THIESSEN, *Deputy Chief*

S. VACHON, *Research Adviser*

*J. F. DINGLE, *Research Officer*

G. W. KING, *Research Officer*

A. J. THOMSON, *Research Officer*

J. E. H. CONDER, *Deputy Chief*

W. R. WHITE, *Assistant Chief*

R. L. FLETT, *Research Officer*

T. F. BRADY, *Research Officer*

*On leave of absence

International Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*

J. S. ROBERTS, *Assistant Chief*

A. F. PIPHER, *Foreign Exchange Adviser – Toronto*

K. A. WUST, *Foreign Exchange Officer – Montreal*

W. E. ALEXANDER, *Research Officer*

A. C. LAMB, *Assistant Chief*

D. W. ADOLPH, *Foreign Exchange Officer*

*D. E. SMEE, *Research Officer*

R. F. S. JARRETT, *Research Officer*

*On leave of absence

Department of Personnel Administration

H. A. D. SCOTT, *Chief*

G. A. LAFRAMBOISE, *Chief,*

Manpower Planning & Development Division

R. H. OSBORNE, *Chief,*

Employment & Liaison Services Division

P. E. CLOUTIER, *Chief,*

Compensation Services Division

A. JOHNSTON, *Chief,*

Payroll Administration Division

Department of Administrative Operations

A. J. BAWDEN, *Chief*

A. J. NORTON, *Deputy Chief*

J. M. E. MORIN, *Assistant Chief*

S. V. SUGGETT, *Special Assistant*

E. B. HODGE, *Superintendent of Premises*

Currency Division

H. F. BUTLER, *Chief*

L. G. ROWE, *Deputy Chief*

LUCILLE LAFRANCE, *Accountant*

Public Debt Division

R. F. ARCHAMBAULT, *Chief*

R. F. PRITCHARD, *Deputy Chief*

Secretary's Department

G. HAMILTON, *Secretary*

C. R. TOUSAW, *Assistant Secretary*

I. G. L. FREETH, *Chief, Computer Services Division*

S. S. CARROLL, *Curator, Numismatic Collection*

D. G. WILSON, *Records Manager*

G. B. MAY, *Adviser, Management Systems & Planning*

A. P. ADAMEK, *Information Systems Adviser*

J. STEINHAUER, *Chief, Translation Services*

L. TESSIER, *Graphics Manager*

G. S. WATTS, *Archivist*

Agencies

HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
MONTREAL	J. E. R. ROCHEFORT, <i>Agent</i>
	R. MARCOTTE, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	T. D. MACKAY, <i>Agent</i>
TORONTO	D. D. NORWICH, <i>Agent</i>
	C. A. ST-LOUIS, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	R. E. ROBERTSON, <i>Agent</i>
REGINA	J. C. FRASER, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	J. C. NESBITT, <i>Acting Agent</i>

Département des Relations Internationales

EDITH M. WHYTE, Chef

J. S. ROBERTS, Chef adjoint
A. F. PIPHER, Cambiste-conseil – Toronto
K. A. WUST, Cambiste – Montréal
W. E. ALEXANDER, Chargé de recherches
A. C. LAMB, Chef adjoint
D. W. ADOLPH, Cambiste
*D. E. SMEE, Chargé de recherches
R. F. S. JARRETT, Chargé de recherches

*Congé d'études

Direction du Personnel

H. A. D. SCOTT, Chef

G. A. LAFRAMBOISE, Chef,
Section de la planification et du perfectionnement des effectifs
R. H. OSBORNE, Chef,
Section de la dotation en personnel et de la liaison
P. E. CLOUTIER, Chef,
Section de la rémunération
A. JOHNSTON, Chef,
Section de la paye

Département des Opérations Administratives

A. J. BAWDEN, Chef

A. J. NORTON, Sous-chef
J. M. E. MORIN, Chef adjoint
E. B. HODGE, Chef du Service des immeubles
Section de la Monnaie

H. F. BUTLER, Chef
L. G. ROWE, Sous-chef
LUCILLE LAFRANCE, Comptable
R. F. ARCHAMBAULT, Chef
R. F. PRITCHARD, Sous-chef

Secrétariat

G. HAMILTON, Secrétaire

C. R. TOUSAW, Secrétaire adjoint
I. G. L. FREETH, Chef de la Section d'informatique
S. S. CARROLL, Conservateur de la collection numismatique
J. STEINHAEVER, Chef du Service de traduction
L. TESSIER, Chef graphiste
G. S. WATTS, Archiviste

Agences

HALIFAX E. L. JOHNSON, Agent
SAINT-JEAN (N.-B.) G. H. SMITH, Agent
MONTREAL J. E. R. ROCHEFORT, Agent
OTTAWA T. D. MACKAY, Agent
TORONTO D. D. NORWICH, Agent
WINNIPEG R. E. ROBERTSON, Agent
REGINA J. C. FRASER, Agent
CALGARY H. PROWSE, Agent
VANCOUVER J. C. NESBITT, Agent intermédiaire

G. K. BOUEY, Gouverneur	
R. W. LAWSON, Premier Sous-Gouverneur	
ALAIN JUBINVILLE, Sous-Gouverneur	
D. J. R. HUMPHREYS, Sous-Gouverneur	
JACQUES A. BUSSIÈRES, Conseiller	
G. HAMILTON, Secrétaire	
*Détaché au Fonds Monétaire International en qualité d'Administrateur	
D. A. THOMPSON, Vérificateur	
D. G. WARNER, Vérificateur adjoint	
G. E. FREEMAN, Sous-Gouverneur	
*B. J. DRABBLE, Sous-Gouverneur	
R. JOHNSTONE, Conseiller	
L. F. MUNDY, Directeur des Opérations administratives	
*Détaché à la planification des nouveaux immeubles du Siège	
W. A. McKAY, Chef	
Département des Études Bancaires et Financières	
*G. C. THIESSEN, Sous-chef	
S. VACHON, Conseiller en recherches	
*J. F. DINGIE, Chargé de recherches	
G. W. KING, Chargé de recherches	
A. J. THOMSON, Chargé de recherches	
*Congé d'études	

J. M. ANDREWS, Sous-chef	
A. W. NOBLE, Sous-chef	
H. JANSSEN, Chef adjoint	
I. D. CLUNIE, Chef adjoint	
J. E. ARSENAULT, Agent administratif	
Bureau de Toronto	
J. T. BAXTER, Chef	
T. NOËL, Chef adjoint	
J. KIERSSTEAD, Préposé aux valeurs	
D. R. CAMERON — Représentant à Vancouver	
Département des Recherches	
J. W. CROW, Chef	
A. G. KEITH, Conseiller en recherches	
G. B. GLORIEUX, Chef adjoint	
A. C. MACKENZIE, Chargé de recherches	
J.-G. TURCOTTE, Chargé de recherches	
J. A. COOMBS, Chargé de recherches	
SHEILA I. BALATTI, Bibliothécaire en chef	
*Détaché à la planification des nouveaux immeubles du Siège	

F. FAURE, Sous-chef	
V. O'REGAN, Conseiller en valeurs	
J. M. MCCORMACK, Chef adjoint	
J. D. G. A. DUBUC, Préposé aux valeurs	
Bureau de Montréal	
J. CLÉMENT, Chef	
T. G. BOLAND, Conseiller en valeurs	
L. PELLAND, Préposé aux valeurs	
D. R. CAMERON — Représentant à Vancouver	

G. K. BOUEY	OTTAWA	Gouverneur	Membre du Comité de direction
R. W. LAWSON	OTTAWA	Premier Sous-Gouverneur	Membre du Comité de direction
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI (NOUVEAU-BRUNSWICK)		
R. W. CAMPBELL	CALGARY (ALBERTA)		
C. A. DAGENAIS	MONTREAL (QUÉBEC)		
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)		
S. KANEE	WINNIPEG (MANITOBA)		
S. G. LAKE	RAMSEA (TERRE-NEUVE)		
J. G. LANGS, C.R.	HAMILTON (ONTARIO)		
J. L. LEWTAS, C.R.	TORONTO (ONTARIO)		Membre du Comité de direction
J. W. E. MINGO, C.R.	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)		
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN)		
J. TASCHEREAU	QUÉBEC (QUÉBEC)		Membre du Comité de direction
A. WALTON	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)		
Membre d'office			
S. S. REISMAN	OTTAWA	Sous-ministre des Finances	Membre du Comité de direction

PASSIF

	1974	1973
Capital versé	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve	25,000	25,000
Billets en circulation	6,290,476	5,551,218
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	16,695	6,356
Banques à charte	2,361,274	2,006,452
Autres dépôts	101,319	54,174
	2,479,288	2,066,982
Passif en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	1,681	25,007
Autres	197	165
	1,878	25,172
Chèques de la Banque du Canada non compensés	373,369	322,140
Autres éléments de passif	9,106	3,710
	\$ 9,184,117	\$ 7,999,222

Note: Les états financiers vérifiés de la Banque d'expansion industrielle au 30 septembre 1974 indiquent un avoir-propre de \$104,293,146; à la même date la mise de fonds en capital-actions de la Banque du Canada était de \$71,000,000. Le plus tôt possible après l'entrée en vigueur de la Loi sur la Banque fédérale de développement, le ministre des Finances, tel que prévu dans la loi, autorisera le paiement à la Banque du Canada d'une somme prélevée sur le revenu consolidé, égale à la valeur au pair des actions en circulation de la Banque d'expansion industrielle détenues par la Banque du Canada à cette date.

Le Gouverneur, G. K. BOUEY

Le chef de la comptabilité, A. ROUSSEAU

Rapport des vérificateurs Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1974, ainsi que l'état des revenus et des dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre examen a comporté une revue générale des procédés comptables ainsi que les sondages des livres et autres preuves à l'appui que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances. A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1974, ainsi que les résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.
de la firme Séguin, Préfontaine, Patenaude & Cie
Ottawa, Canada, le 23 janvier 1975.
G. I. CRAIG, C.A.
of the firm Price Waterhouse & Co.

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1974

ACTIF		1974	1973
		(en milliers de dollars)	
Dépôts en devises étrangères:			
Livres sterling et dollars des États-Unis d'Amérique	\$	7,699	\$ 32,066
Autres devises		347	434
		8,046	32,500
Chèques tirés sur autres banques		182,544	134,106
Avances aux banques à charte et banque d'épargne		8,000	—
Intérêts courus sur placements		127,174	104,062
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, au coût		139,741	39,185
Portefeuille-titres, à la valeur amortie:			
Bons du Trésor du Canada		1,590,311	1,081,053
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans		2,528,675	2,282,253
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans		2,859,628	2,612,498
Déventures émises par la Banque d'expansion industrielle ..		891,960	656,784
Titres émis par le Royaume-Uni et par les États-Unis d'Amérique		570,039	775,988
Autres titres		2,633	2,633
		8,443,246	7,411,209
Banque d'expansion industrielle:			
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (Note)		73,000	64,000
Immobilisations:			
Terrains, bâtiments et mobilier, au prix coûtant, moins amortissement accumulé		44,727	29,509
Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement		155,132	178,521
Autres éléments d'actif		2,507	6,130
	\$	9,184,117	\$ 7,999,222

BANQUE DU CANADA État des revenus et des dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1974
(avec chiffres comparatifs pour 1973)

	1974	1973	(en milliers de dollars)
REVENUS			
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus	\$518,293	\$404,069	
DÉPENSES			
Traitement ⁽¹⁾	\$ 13,800	\$ 11,442	
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,962	3,237	
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1,200	1,022	
Honoraires des administrateurs	32	39	
Honoraires et frais des vérificateurs	142	141	
Impôts municipaux et taxes d'affaires	1,958	1,776	
Coût des billets de banque	8,448	7,479	
Informatique	1,171	913	
Entretien des immeubles et de l'équipement (montant net)	1,533	1,309	
Impression des publications	410	365	
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	514	369	
Postes et messageries	341	323	
Télécommunications	417	413	
Déplacements et mutations	529	535	
Intérêt	765	112	
Autres dépenses	460	475	
	\$ 35,682	\$ 29,950	
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	1,304	1,181	
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU	481,307	372,938	
RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	\$518,293	\$404,069	

(1) Nombre moyen d'employés: 1,304 en 1973 et 1,354 en 1974.
(2) Y compris les frais de services de cafétérias, de gratifications de retraite, d'heures supplémentaires, de formation professionnelle et de services médicaux.

Suppression des lignes directrices sur les emprunts à l'étranger

Communiqué publié par le ministère des Finances le 27 février 1975

Le ministre des Finances, M. John N. Turner, a annoncé aujourd'hui la suppression des lignes directrices relatives aux emprunts à l'étranger, instituées par le gouvernement en 1970.

M. Turner a déclaré que le gouvernement juge à propos de libérer les emprunteurs canadiens d'une contrainte imposée par son prédécesseur, et réitérée à maintes occasions depuis, selon laquelle on leur demandait d'exploiter pleinement les possibilités d'emprunt au Canada avant de recourir à l'émission d'obligations à l'étranger. Les lignes directrices s'adressant aux emprunteurs canadiens sont aujourd'hui supprimées parce que, contrairement à l'époque qui a précédé celle-ci, la balance de paiements du Canada au compte courant n'accuse, à l'heure actuelle, aucun surplus.

M. Turner a fait remarquer que la Chambre des communes approuvait, la semaine dernière, une modification apportée à la clause 118 du projet de loi C-49, laquelle prolongera de trois ans l'exemption au titre de retenue d'impôts à la source, dont jouit l'intérêt venant d'obligations ou titres émis par le gouvernement avant 1979. Cette démarche aura pour effet d'apporter une solution immédiate au problème qu'ont soulevé les provinces, soit à la planification de leurs besoins budgétaires et de financement respectifs, en prévision d'une période d'années difficiles.

Le ministre a affirmé que ces modifications faciliteront la tâche des autorités canadiennes et des entreprises en matière de planification budgétaire.

* À l'exclusion des bons du Trésor à trois et à six mois.

- (1) En plus des 125 millions de dollars d'obligations 7% 1^{er} décembre 1976 déjà en circulation.
- (2) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1^{er} décembre 1979 au 31 mai 1980 en obligations à 7 ans 8%, jouissance 1^{er} décembre 1980, échéance 1^{er} décembre 1987, l'exercice de ce droit porte à 7,63% le taux de rendement moyen sur la période de 13 ans et 10 mois allant du 1^{er} février 1974 au 1^{er} décembre 1987.
- (3) En plus des 475 millions de dollars d'obligations 1^{er} décembre 1980 déjà en circulation.
- (4) Une partie du produit de cette émission a été avancée au Canadien National, dont 200 millions de dollars d'obligations 3¾% arrivent à échéance le 1^{er} février 1974.
- (5) Annulation d'obligations 5½% 1^{er} août 1980 détenues par le fonds de rachat.
- (6) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 6½% 1^{er} avril 1977 déjà en circulation.
- (7) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1^{er} avril 1978 au 30 septembre 1978 en obligations à 5 ans 8%, jouissance 1^{er} avril 1979, échéance 1^{er} avril 1984, l'exercice de ce droit porte à 7,59% le taux de rendement moyen sur la période de 10 ans allant du 1^{er} avril 1974 au 1^{er} avril 1984.
- (8) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 1^{er} novembre 1976 en obligations 9¼%, échéance 1^{er} février 1982; l'exercice de ce droit porte à 9,25% le taux de rendement sur la période de 7 ans et 7½ mois allant du 15 juin 1974 au 1^{er} février 1982.
- (9) Cette émission donnera lieu à la création d'un fonds de rachat par le gouvernement canadien.
- (10) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 1^{er} novembre 1976 en obligations 9¼%, échéance 1^{er} février 1982; l'exercice de ce droit porte à 9,25% le taux de rendement sur la période de 7 ans et 5½ mois allant du 15 août 1974 au 1^{er} février 1982.
- (11) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 9¼% 1^{er} février 1977 déjà en circulation.
- (12) En plus des 100 millions de dollars d'obligations 9¼% 1^{er} février 1976 déjà en circulation.
- (13) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 1^{er} janvier 1978 en obligations 9¼%, échéance 1^{er} avril 1984; l'exercice de ce droit porte à 9,25% le taux de rendement sur la période de 9 ans et 6 mois allant du 1^{er} octobre 1974 au 1^{er} avril 1984.
- (14) Remboursement à l'échéance d'obligations 3¾% du Canadien National, émises le 1^{er} février 1954.
- (15) Annulation des titres suivants du Canadien National détenus par le fonds de rachat: 1,3 million de dollars d'obligations 5% 15 mai 1977; 1,9 million de dollars d'obligations 5¾% 1^{er} janvier 1985; 2,8 millions de dollars d'obligations 5% 1^{er} octobre 1987.
- (16) Rachat partiel au pair, par le fonds d'amortissement, d'obligations 5% 15 octobre 1987 libellées en dollars £.-U.
- (17) Remboursement à l'échéance d'obligations 2¾% libellées en dollars £.-U., émises le 1^{er} septembre 1949.

ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien* : émissions et amortissements

Date en 1974	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Amortissements
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------	----------------

Titres libellés en dollars canadiens émis par le gouvernement fédéral

1^{er} févr.

7%, 1^{er} déc. 1976⁽¹⁾
7½%, 1^{er} déc. 1980⁽²⁾⁽³⁾

2 ans et 10 mois
6 ans et 10 mois

7.00
7.40

225
325

550⁽⁴⁾

200

125

8 févr.

Bons du Trésor

364 jours

6.14

150

1^{er} mars

6½%, 1^{er} avril 1977⁽⁶⁾
7%, 1^{er} avril 1979⁽⁷⁾

3 ans
5 ans

7.01
7.30

225
325

550

405

125

10 mai

Bons du Trésor

364 jours

8.40

175

100

350

150

15 juin

9¼%, 1^{er} février 1976
9¼%, 1^{er} février 1977⁽⁸⁾
9½%, 15 juin 1994⁽⁹⁾

1 an et 7½ mois
2 ans et 7½ mois
20 ans

9.25
9.25
9.50

100
350
150

600

450

9 août

Bons du Trésor

364 jours

9.02

150

250

50

15 août

9¼%, 1^{er} févr. 1977⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾
9¼%, 1^{er} févr. 1976⁽¹²⁾
9¼%, 1^{er} avril 1978⁽¹³⁾

2 ans et 5½ mois
1 an et 4 mois
3 ans et 6 mois

9.25
9.25
9.25

250
50
325

375

190

22 nov.

Bons du Trésor

364 jours

6.83

150

525

1,776

1^{er} déc.

7½%, 1^{er} juillet 1978

3 ans et 7 mois

7.42

525

400

Ensemble des obligations
Trésor*

Titres libellés en dollars canadiens garantis par le gouvernement fédéral

1^{er} févr.

28 déc.

Titres libellés en monnaies étrangères

15 avril

1^{er} sept.

15 oct.

1⁽¹⁶⁾
44⁽¹⁷⁾
1⁽¹⁶⁾

200⁽¹⁴⁾
6⁽¹⁵⁾

Opérations nettes* avec le gouvernement et avec les autres clients									
Souscriptions à l'émission moins amortissements à l'échéance	Obligations		Bons		Obligations		Bons		Variations nettes des avoirs en fonds d'Etat et en acceptations bancaires
	Bons		Obligations		Bons		Obligations		
	+ 13.4	-	-101.5	-12.3	-59.6	+118.6	-17.3	+ 41.7	
	+ 8.6	+123.1	-39.7	-21.4	-8.5	+33.7	-19.7	+ 5.5	
	+ 89.1	-	-28.5	+19.1	+150.9	-23.6	+ 1.0	+ 128.3	
	+ 69.5	+152.7	+53.6	-0.7	+50.1	+295.1	-3.3	+ 341.9	
	+ 69.3	-	-7.9	-2.8	-16.6	-2.8	-	-19.4	
	+ 8.8	+ 9.9	-67.5	-6.7	-145.2	-41.5	-	-186.7	
	+ 70.5	-	-45.0	-1.7	+30.0	-1.5	-	+ 28.5	
	+134.9	+125.1	-35.5	-9.0	+94.7	+116.1	+ 1.0	+ 211.8	
	+ 58.4	-9.9	-8.5	-4.2	+61.5	+23.8	+ 5.5	+ 90.8	
	+ 0.2	+140.8	-39.9	-5.9	-156.1	+63.1	-5.5	-98.5	
	-29.6	-	-67.8	+18.0	+81.3	-38.2	+52.5	+ 95.6	
	-1.5	+ 0.9	-1.4	-27.5	+439.8	-50.7	+ 86.8	+ 475.9	
	+491.6	+542.6	-389.6	-55.1	+522.0	+492.0	+101.0	+1,115.0	
	-21.8	-	-88.3	-18.2	+21.4	-18.2	-140.3	-137.1	

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques ⁽¹⁾						
Bons du Trésor	Obligations ⁽²⁾	3 à 5 ans	5 à 10 ans	10 ans et plus	Acceptations bancaires	Total des postes précédents
Titres pris en pension						

1974	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Total	1975	Janvier
+ 18.0	+ 6.7	-	+ 124.6	- 73.0	- 78.0	- 86.5	+ 4.5	- 4.7	+ 11.0	- 117.5	+ 154.7	+ 468.4	+ 421.5	+ 80.4	- 79.9
-	-	+ 10.0	+ 0.4	-	-	-	-	-	-	- 2.6	- 67.3	-	-	+ 7.3	-
-	-	- 10.0	-	+ 7.2	-	+ 0.1	-	-	-	-	-	-	+ 2.9	-	-
- 37.3	-	-	-	-	-	+ 2.7	+ 0.2	-	-	-	-	+ 93.4	+ 103.1	-	-
- 12.6	-	-	+ 125.0	+ 89.3	- 78.0	- 131.2	+ 4.7	- 3.7	+ 1.0	- 1.0	-	+ 561.8	+ 535.3	-	-
+ 154.7	+ 154.7	- 65.1	- 76.4	- 22.3	-	-	-	-	+ 45.0	- 31.9	+ 43.3	- 56.4	- 9.1	-	-

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.

(1) En 1974, les avances de la Banque du Canada aux banques à charte ont porté sur 49 jours ouvrables, les pensions avec les agents agréés du marché monétaire sur 110 jours ouvrables. Pour l'ensemble de l'année, l'encours moyen par jour des avances a été de 7.4 millions de dollars. Le montant des effets pris en pension a été en moyenne de 25.9 millions de dollars par jour.

(2) Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération.

Évolution du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars									
Titres du gouvernement nets	Avoirs de la B.E.L.	Autres postes de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens Banques à charte Gouvernement canadien	Autres gouvernement Autres	Titres du gouvernement nets	Avoirs de la B.E.L.	Autres postes de l'actif (montant net)	1974
Janvier	+ 60	- 256	+ 22	- 145	- 385	+ 34	+ 33	- 2	- 2
Février	+ 24	- 74	+ 22	+ 50	+ 12	- 35	+ 53	- 9	- 9
Mars	+ 125	- 196	+ 15	+ 89	+ 57	+ 56	- 82	+ 2	+ 2
Avril	+ 340	- 240	+ 27	- 51	+ 150	- 61	- 8	- 5	- 5
Mai	- 20	+ 124	+ 16	+ 39	+ 82	+ 50	+ 26	+ 1	+ 1
Juin	- 183	+ 376	+ 24	- 1	+ 171	+ 61	- 17	-	-
Juillet	+ 29	+ 15	+ 33	- 39	+ 129	- 93	+ 1	+ 1	+ 1
Août	+ 206	- 126	+ 20	- 2	- 18	+ 66	+ 49	-	-
Septembre	+ 87	- 99	+ 11	+ 24	- 20	+ 56	- 37	+ 23	+ 23
Octobre	- 88	+ 88	+ 29	+ 9	+ 47	+ 4	- 11	- 1	- 1
Novembre	+ 33	- 44	+ 15	+ 43	+ 14	+ 30	-	+ 3	+ 3
Décembre	+ 389	+ 223	+ 12	+ 96	+ 498	+ 184	+ 4	+ 36	+ 36
Total	+ 1,002	- 209	+ 246	+ 112	+ 737	+ 352	+ 11	+ 49	+ 49
1975									
Janvier	+ 3	- 52	+ 26	- 184	- 491	+ 294	+ 5	- 15	- 15

ANNEXE TABLEAU I

Réserve-encaisse des banques à charte

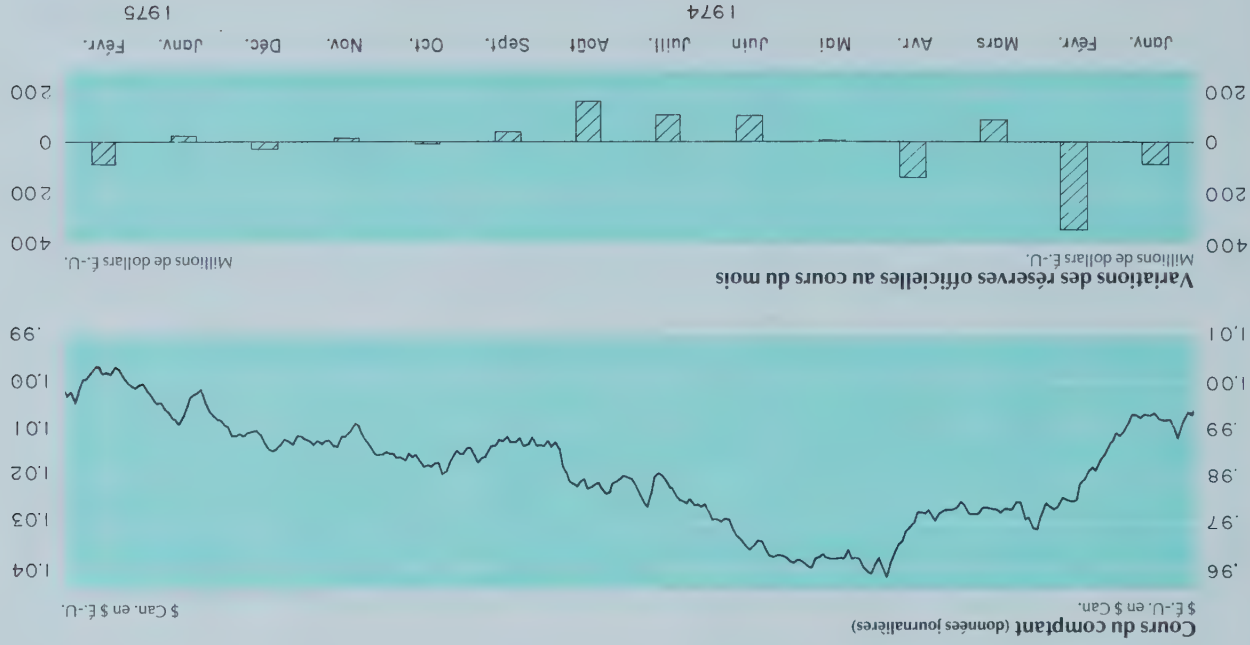
Nombre de jours ouvrables	Excédent en % des réserves-encaisse	En millions de dollars				
		Montant requis		Billets de la Banque du Canada		
		Montant cumulé des excédents journaliers	en % des réserves-encaisse	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Dépôts à la Banque du Canada	Total

1974	Janvier	1-15	2,857	829	2,028	2,064	359	0.08	10
	Février	1-15	2,902	937	1,965	1,998	358	0.07	11
		16-28				1,999	301	0.07	9
	Mars	1-15	2,806	833	1,972	2,000	306	0.06	11
		16-31				2,016	435	0.09	10
	Avril	1-15	2,803	833	1,970	2,020	505	0.11	10
		16-30				2,049	874	0.17	11
	Mai	1-15	2,823	843	1,980	2,038	641	0.12	11
		16-31				2,042	677	0.13	11
	Juin	1-15	2,961	856	2,105	2,165	596	0.12	10
		16-30				2,154	488	0.10	10
	Juillet	1-15	2,870	892	1,978	2,027	486	0.10	10
		16-31				2,017	468	0.08	12
	Août	1-15	2,984	917	2,067	2,110	478	0.09	11
		16-31				2,112	497	0.09	11
	Septembre	1-15	3,011	919	2,093	2,146	483	0.10	9
		16-30				2,141	530	0.09	11
	Octobre	1-15	3,038	933	2,105	2,153	480	0.09	10
		16-31				2,156	619	0.10	12
	Novembre	1-15	3,079	925	2,153	2,190	364	0.07	10
		16-30				2,187	340	0.06	10
	Décembre	1-15	3,228	934	2,294	2,336	419	0.08	10
		16-31				2,358	631	0.12	10
1975	Janvier ⁽¹⁾	1-15	3,550	948	2,602	2,638	361	0.06	10
		16-31				2,624	263	0.04	12
	Février ⁽¹⁾	1-15	3,611	1,070	2,541	2,567	263	0.05	10

(1) Chiffres provisoires.

faisait partie d'un ensemble de mécanismes de financement conclus à l'initiative des autorités italiennes et auxquels participent des institutions financières internationales ainsi que d'autres banques centrales. Il est dans ses grandes lignes semblable à d'autres accords internationaux de swap, notamment à celui qui existe entre la Banque du Canada et le Système de Réserve Fédérale des États-Unis ou aux accords temporaires conclus en 1968 par la Banque du Canada avec la Banque des Réglements Internationaux, la Deutsche Bundesbank et la Banca d'Italia. Cet accord est resté en vigueur jusqu'en janvier 1975; il n'a donné lieu à aucun tirage.

Cours du change et réserves officielles



(1) Y compris une avance consentie au Fonds des changes pour lui permettre de virer le montant de ses bénéfices, mais à l'exclusion d'autres avances consenties au Canadien National dont 200 millions de dollars d'obligations arrivaient à échéance.
(2) Non compris les 214 millions de dollars provenant d'une diminution des opérations swaps de courte durée conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.

En millions de dollars	
Opérations internes ⁽¹⁾	1,834
Opérations ordinaires de change	— 158
	<u>1,676</u>
Financement	
Variation nette de l'encours à leur valeur nominale des titres libellés en dollars canadiens — bons du Trésor	
— obligations négociables	
— Obligations d'épargne du Canada	
	<u>2,441</u>
	4,249
Augmentation (—) des dépôts en dollars canadiens ⁽²⁾	<u>— 2,573</u>
	1,676

Financement du gouvernement canadien en 1974

En 1974, l'encours des obligations négociables libellées en dollars canadiens a marqué une hausse de 868 millions de dollars. (On trouvera au Tableau IV de l'Annexe de plus amples renseignements à ce sujet.) Le gouvernement a fait appel au marché obligataire à six reprises, dans cinq cas lors de l'échéance d'un emprunt. À quatre de ces occasions, le gouvernement a emprunté un montant d'argent supérieur à celui des titres venant à échéance, tandis que l'emprunt obligataire lancé le 1^{er} décembre 1974 visait à lui procurer un montant équivalent à celui des titres à rembourser, soit 525 millions de dollars. Le 15 août 1974, sans avoir d'échéance à honorer, le gouvernement s'est procuré 250 millions de dollars d'argent frais. Une partie des 550 millions de dollars empruntés le 1^{er} février a été avancée à la Compagnie des Chemins de fer Nationaux du Canada qui devait procéder au remboursement de 200 millions de dollars d'obligations à 3¾% échéant le même jour.

En 1974, le gouvernement n'a émis que des obligations négociables à court et à moyen terme, à l'exception d'un emprunt 9½% à long terme lancé le 15 juin pour un montant de 150 millions de dollars. Cinq des émissions comportaient une échéance prorogable. L'échéance moyenne des obligations négociables en circulation, émises ou garanties par le gouvernement, s'est réduite de trois mois au cours de l'année et passe ainsi à cinq ans et quatre mois.

L'administration des Obligations d'épargne du Canada a présenté des difficultés particulières en 1974. L'escalade des taux d'intérêt servis au printemps et à l'été sur les types de placement avec lesquels les Obligations d'épargne entrent en concurrence a eu pour effet d'accroître fortement les remboursements de ces dernières. Afin de rendre celles-ci plus attrayantes, le gouvernement canadien a annoncé le 6 mai qu'il verserait une prime d'encouragement aux détenteurs d'Obligations d'épargne du Canada. Ce boni au comp-tant, qui porte leur taux de rendement à 9% du 1^{er} mai 1974 à l'échéance, serait payé à l'échéance aux détenteurs d'Obligations d'épargne arrivant à terme le ou avant le 1^{er} novembre 1979; quant aux détenteurs d'Obligations d'épargne arrivant à terme après le 1^{er} novembre 1979, ils recevront leur boni en deux versements, l'un à cette même date, l'autre à l'échéance. Les modalités de l'émission 1974-1975 ont été annoncées le 9 septembre. Les investisseurs se sont alors vu offrir

et des obligations à très courte échéance. La Banque voyait le mouvement à la baisse des taux de rendement d'un œil favorable, mais elle est intervenue de façon à en modérer le rythme aux moments où il devenait exagéré. À la fin de novembre et en décembre, elle a acheté un fort volume de bons du Trésor et d'acceptations bancaires. Les achats de bons étaient en grande partie liés aux réductions du coefficient minimum des réserves secondaires. Quant aux acquisitions d'acceptations bancaires – presque toutes à échéance de 30 jours ou moins –, elles visaient principalement à soutenir la gestion des réserves-encaisse pendant la période de pointe de la circulation fiduciaire qui se produit chaque fin d'année. À la fin de janvier toutes ces acceptations étaient arrivées à échéance, et la Banque n'en détenait plus aucune.

L'augmentation nette durant l'année de son portefeuille d'obligations du gouvernement canadien, de bons du Trésor et d'acceptations bancaires a aussi permis à la Banque de réduire le niveau de ses avoirs en devises étrangères découlant d'opérations de swap temporaires conclues avec le Fonds des changes. La valeur en dollars canadiens de ces avoirs a diminué de 214 millions de dollars en 1974. Comme il a été mentionné dans de précédents Rapports annuels, la Banque effectue ces opérations de swap temporaires avec le Fonds des changes dans le but à la fois de soutenir sa politique de gestion des réserves-encaisse et de pouvoir échelonner avec souplesse ses opérations sur titres du gouvernement canadien.

En mai, la Banque a annoncé une modification de la façon de calculer le plafond du taux auquel elle est disposée à effectuer des opérations de prise en pension de titres avec les négociants agréés du marché monétaire. Jusqu'alors, le taux des pensions avait été de $\frac{1}{4}\%$ plus élevé que le taux moyen des bons du Trésor à 91 jours lors de la plus récente adjudication hebdomadaire, sous réserve d'un minimum équivalant au taux d'escompte diminué de $\frac{3}{4}\%$ et d'un maximum égal au taux d'escompte. En vertu du nouveau régime, le taux maximum des prises en pension est égal au taux d'escompte augmenté de $\frac{1}{2}\%$. Cette modification vise à assouplir la relation entre le taux moyen à l'adjudication des bons du Trésor à 91 jours et le taux d'escompte de la Banque. Dans son communiqué, la Banque précisait qu'un rendement moyen à l'adjudication des bons du Trésor à 91 jours égalant ou excédant le taux d'escompte ou même le taux maximum applicable aux pensions ne devrait plus nécessairement être considéré

La gestion de la dette publique

comme un signe avant-coureur d'une modification de ces taux.

La Banque a réduit le coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte de 8% de leur passif-dépôts en dollars canadiens à 7% à compter de décembre 1974 et à 6% à partir de janvier 1975. Ces diminutions avaient surtout un caractère technique. La Banque ne tenait pas à maintenir ce coefficient à un niveau plus élevé que nécessaire, et les circonstances étaient favorables à une diminution. À la suite du succès de la campagne d'Obligations d'épargne du Canada en novembre, les dépôts du gouvernement canadien s'étaient sensiblement gonflés et le programme d'accroissement hebdomadaire de l'encours des bons du Trésor, lesquels constituent la majeure partie des réserves secondaires des banques, a été terminé à la fin de ce même mois. La Banque du Canada a compensé en grande partie l'accroissement immédiat des avoirs liquides «libres» des banques à charte résultant des diminutions du coefficient minimum des réserves secondaires par sa politique de gestion des réserves-encaisse et par des achats d'open-market de bons du Trésor, en particulier lors de l'abaisssement de décembre*.

an.

Le gouvernement a emprunté un montant net de 940 millions de dollars par augmentation de l'encours des bons du Trésor. Le programme d'émission de bons du Trésor a comporté au cours de l'année la mise au point d'un régime d'adjudications trimestrielles de bons à un

* La Banque du Canada a annoncé le 28 février que le coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte passait de 6% à 5½%. Cette réduction est entrée en vigueur en mars 1975.

Le lecteur trouvera ci-après un aperçu des opérations effectuées par la Banque du Canada au cours de 1974 et au début de 1975.

Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire

Jusque vers la fin de l'été 1974, la politique de gestion des réserves-encaisse poursuivie par la Banque du Canada a visé, dans l'ensemble, à freiner la vive demande de crédit et à modérer le rythme de l'expansion monétaire. Par la suite, à la lumière de la modification des perspectives économiques, la Banque a révisé cette politique dans le but de faciliter l'évolution vers une certaine détente monétaire.

Le taux d'escompte a été porté de 7¼% à 8¼% le 15 avril 1974, puis à 8¾% le 13 mai et à 9¼% le 24 juillet. Il est resté à ce niveau jusqu'au 18 novembre, date où il a été ramené à 8¾%. Le 13 janvier 1975, la Banque l'a de nouveau abaissé d'un demi-point, le portant à 8¼%.

L'évolution des réserves-encaisse des banques à charte en 1974 est retracée au Tableau I de l'Annexe. Le montant des réserves-encaisse excédentaires mis à la disposition du système bancaire à l'appui de la politique générale décrite ci-dessus a été influencé à l'occasion par les mesures prises par la Banque du Canada pour répondre à des modifications des pressions observées sur les marchés financiers. On se souviendra, à titre d'exemple typique, de ce qui est advenu au printemps de 1974, où des perturbations du service postal avaient renforcé temporairement les vives tensions qui se manifestaient sur le marché financier canadien. Pour atténuer l'effet de ces tensions et satisfaire au désir des banques de renforcer pour un temps leur trésorerie, la Banque du Canada a mis un montant exceptionnellement élevé de réserves-encaisse excédentaires à la disposition de ces dernières. De même, au début de 1975, la Banque a resserré sa politique des réserves-encaisse afin d'empêcher que la forte baisse des taux d'intérêt enregistrée

en janvier sur le marché monétaire ne devienne exagérée.

Le lecteur trouvera au Tableau III de l'Annexe le relevé mensuel des opérations sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires effectuées par la Banque du Canada en 1974.

Au cours de l'année, la valeur nominale des avoirs de la Banque en fonds d'État et en acceptations bancaires a augmenté de 1,115 millions de dollars. Cette augmentation comprend le solde net des opérations d'open-market, la variation du portefeuille-titres découlant des émissions de bons du Trésor ou d'obligations du gouvernement, ainsi que le montant net des transactions effectuées avec les comptes du gouvernement et avec d'autres clients. Les opérations d'open-market sont à l'origine de près de la moitié de cet accroissement, soit 535 millions de dollars. En plus de contribuer à la gestion des réserves-encaisse des banques à charte, ces transactions ont aidé à stabiliser le marché, en particulier aux périodes où les taux étaient l'objet de pressions excessives.

Fin mars et début avril, comme le loyer de l'argent était en pleine hausse, la Banque a apporté un soutien considérable aux marchés en achetant contre espèces des obligations à court et à moyen terme du gouvernement canadien et en échangeant des bons du Trésor contre des obligations. Ces opérations de soutien ont surtout été effectuées dans la seconde quinzaine de mars et en avril; à cette époque, la Banque a accru en six semaines son portefeuille de fonds d'État de quelque 550 millions de dollars. Au début du mois de juin, la Banque a procédé à des ventes nettes d'obligations du gouvernement canadien, à un moment où la demande des titres offerts à l'occasion du remboursement de l'emprunt échéant le 15 juin dépassait les quantités disponibles sur le marché. En octobre et en novembre, le marché a marqué une vigoureuse reprise; aussi la Banque a-t-elle de nouveau vendu des obligations contre espèces, dont une partie a été immédiatement employée à acheter des bons du Trésor

Financement obtenu par les principaux agents économiques non financiers

En milliards de dollars

	1972	1973	1974
Entreprises non financières			
Augmentation des emprunts	2.3	3.8	4.3
— banques à charte			
— autres institutions	0.5	1.1	1.9
Emissions nettes			
— obligations en dollars canadiens	0.9	0.9	1.2
— obligations en monnaies étrangères	—	—	0.2
— actions	0.4	0.4	0.4
— papier à court terme	— 0.1	— 0.1	1.7
Investissements directs des non-résidents	0.7	0.7	0.5
Total	4.8	6.8	10.1
Emprunteurs hypothécaires ⁽¹⁾			
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ⁽²⁾	1.6	2.7	2.4
Banques à charte	1.1	1.2	1.5
Autres institutions du secteur privé	1.4	2.4	2.3
Total	4.1	6.3	6.1
Consommateurs			
Banques à charte	1.4	1.7	1.9
Autres	0.8	1.0	1.0
Total	2.2	2.8	3.0
Ensemble du secteur privé	11.0	15.9	19.2
Provinces et municipalités ⁽³⁾			
Emissions nettes d'obligations			
— achetées avec des fonds du			
Régime de pensions du Canada	1.0	1.0	1.2
— autres obligations en dollars canadiens	1.5	1.4	1.3
— obligations en monnaies étrangères	0.9	0.6	1.7
Emissions nettes de bons du Trésor et			
de papier à court terme	0.1	— 0.1	— 0.2
Emprunts auprès des banques à charte	0.1	0.4	0.3
Total	3.6	3.3	4.2
Gouvernement canadien			
Emissions nettes			
— bons du Trésor	0.3	0.5	0.9
— obligations négociables libellées	0.1	— 0.2	0.9
— en dollars canadiens	1.2	— 0.4	2.4
— Obligations d'épargne du Canada	1.6	— 0.1	4.2
Total	16.2	19.2	27.7
Financement global			

(1) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement des administrations intéressées.

(2) Y compris les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.

(3) Y compris les entreprises provinciales et municipales. En sont exclus les emprunts accordés par le gouvernement canadien. Les obligations libellées en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer sont comprises dans les émissions d'obligations en monnaies étrangères.

Les ventes d'automobiles neuves, élément important de la demande de crédit à la consommation, sont devenues fermes jusqu'à la fin du troisième trimestre pour fléchir sensiblement par la suite. Les crédits obtenus par les provinces, les municipalités et leurs entreprises ont aussi sensiblement augmenté en 1974. Les dépenses en investissement fixe effectuées par les entreprises des provinces à l'instar des entreprises privées ont continué de progresser vivement. Les besoins de financement accrus de ce secteur ont été satisfaits principalement par une augmentation des émissions nettes d'obligations sur les marchés étrangers. Le volume des emprunts placés aux États-Unis, où les taux d'intérêt à long terme étaient en général plus bas qu'au Canada, a considérablement augmenté et, au cours des derniers mois de l'année, près d'un demi-milliard de dollars d'obligations a été placé sur les marchés d'outre-mer.

Le financement global obtenu sur le marché obligataire canadien en 1974 par les provinces, les municipalités et les entreprises privées (y compris les institutions financières) a été d'un peu plus de 3 milliards de dollars, soit un montant très proche de celui de l'année antérieure. Les recours aux marchés intérieurs ont augmenté sensiblement au cours des derniers mois de l'année et ont conservé en 1975 leur rythme accéléré. Les émissions nettes d'obligations vendues par ces emprunteurs à des non-résidents ont atteint le niveau record d'environ 2 milliards de dollars en 1974, contre 750 millions l'année précédente.

La progression des entrées de capitaux provenant des ventes nettes d'obligations à des non-résidents a été partiellement compensée par l'augmentation sensible des sorties imputables au financement des crédits à l'exportation et par une réduction des entrées au chapitre des investissements directs étrangers au Canada. Par contre, les mouvements de capitaux à court terme, qui avaient engendré des sorties se situant entre $\frac{3}{4}$ de milliard et un milliard de dollars en 1972 et 1973, avaient entraîné, selon les estimations, des entrées du même ordre en 1974. Les principales catégories de capitaux à court terme ont cependant enregistré en 1974 de forts mouvements qui se sont compensés dans une certaine mesure. Les opérations en monnaies étrangères des banques à charte ont entraîné des sorties de fonds considérables, mais des entrées encore plus élevées ont été enregistrées par suite de la diminution des dépôts des résidents canadiens auprès de banques étrangères, d'importants in-

vestissements étrangers dans des instruments du marché monétaire canadien, ainsi que des avances et retards dans les paiements extérieurs. Dans l'ensemble, les résidents canadiens se sont procuré près de 2 milliards de dollars auprès de sources étrangères en 1974, alors que l'année précédente, aucun recours net à des fonds étrangers n'avait été enregistré.

Principaux avoirs des institutions financières⁽¹⁾

En milliards de dollars	Années	Taux annuels de variation			
		De déc. 1972 à 1973		De déc. 1973 à 1974	
		De déc. 1973 à 1974	De juin 1974 à 1973	De juin 1974 à 1973	De juin 1974 à 1973
		Semestres ⁽²⁾			
Institutions de dépôt					
Banques à charte ⁽³⁾	59.6	19	19	19	20
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et banque d'épargne	18.9	23	16	23	10
Caisses populaires et crédit unions	10.0	25	18	20	17
Total partiel	88.5	21	19	20	17
Institutions d'épargne contractuelle					
Compagnies d'assurance-vie	20.0	9	9	10	8
Caisses de retraite	17.8	14	14	14	14
Total partiel	37.8	11	11	11	10
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation	7.4	20	15	21	10
Total	133.6	18	16	17	15

(1) Saut en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1974 sont des estimations.

(2) Données désaisonnalisées.

(3) Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.

fonds devant servir au financement des investissements fixes et des stocks. Les dépenses d'équipement ont continué leur vive progression tout au long de l'année tandis que la formation des stocks se situait à un niveau élevé. L'accroissement des stocks était sans aucun doute en grande partie intentionnel au début de l'année mais, l'activité économique s'affaiblissant, les besoins de financement semblent indiquer qu'il y aurait eu par la suite une considérable accumulation non délibérée de stocks.

Bien que le montant du financement obtenu sur le marché hypothécaire en 1974 n'ait guère été inférieur au montant record enregistré en 1973, ce marché s'est profondément modifié au printemps. Le volume des approbations de prêts hypothécaires garantis par des logements neufs et par des logements existants diminua sensiblement par rapport aux très hauts niveaux atteints précédemment, une fois que les taux d'intérêt eurent commencé à grimper et que les principaux

établissements prêteurs eurent rendu plus sévères les autres conditions de prêt. D'autres facteurs, dont les incertitudes quant aux coûts de construction et aux loyers, ont aussi fortement contribué à la chute des approbations de prêts hypothécaires sur les logements neufs, laquelle a été particulièrement prononcée dans le cas des immeubles à logements multiples.

Le montant net des placements hypothécaires des principaux prêteurs, qui suit avec un certain retard les variations des approbations de prêts hypothécaires, a continué d'être élevé tout au long du premier semestre de 1974; au cours de cette période, les portefeuilles hypothécaires des principaux prêteurs ont augmenté à un rythme de 25%, soit à la même cadence qu'en 1973. La croissance de ces portefeuilles a toutefois enregistré une décelération sensible au second semestre de l'année, où elle n'a plus atteint que 15%.

Le crédit à la consommation a accusé un ralentissement moins prononcé que le crédit hypothécaire.

En milliards de dollars	Taux annuels de variation			
	Années		Semestres ⁽¹⁾	
	De déc. 1972 à déc. 1974	De déc. 1973 à déc. 1974	De déc. 1973 à juin 1974	De juin 1974 à déc. 1974

12.7	3	14	11	18
(Avoirs liquides canadiens et autres				
avoirs canadiens à court terme ⁽²⁾)				
(13.7)	(1)	(19)	(5)	(35)
46.8	25	21	21	21
37.4	27	19	19	18
34.8	26	19	19	18
— prêts personnels autres				
10.8	24	22	24	20
20.6	27	20	22	18
5.9	34	33	37	30
2.4	4	7	7	7
59.6	19	19	19	20
Principaux avoirs en dollars canadiens				
Pour mémoire:				
Prêts aux entreprises et prêts				
en monnaies étrangères aux résidents,				
plus le papier commercial et les				
acceptations bancaires ⁽⁴⁾)				
26.7	25	33	33	33

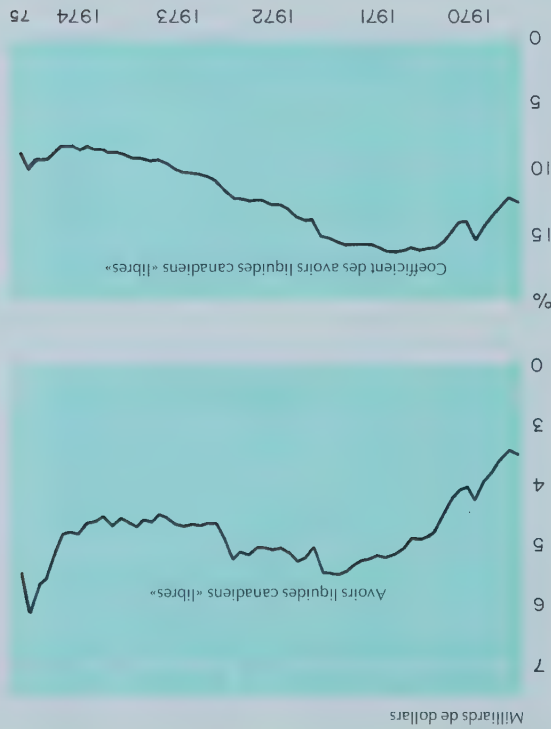
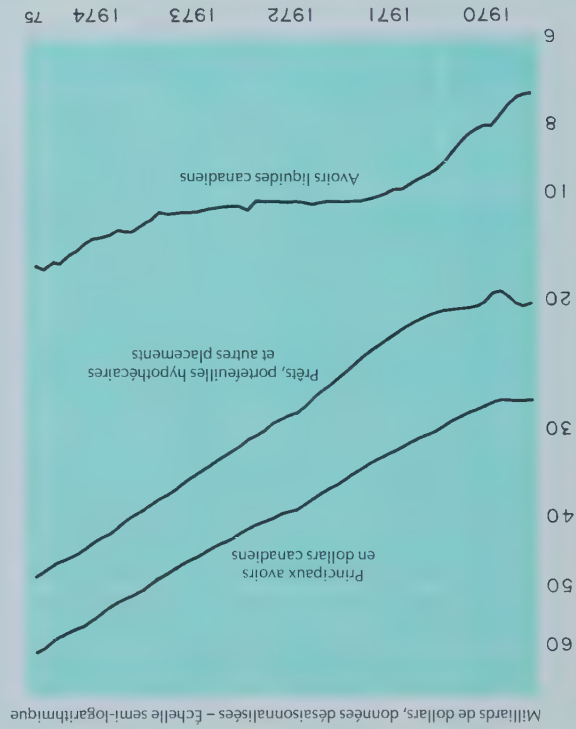
(1) Données désaisonnalisées.
(2) Avoirs liquides canadiens, plus le papier à court terme et les effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.
(3) Non compris le papier à court terme; données non désaisonnalisées.
(4) Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

à l'accroissement des montants empruntés par le gouvernement fédéral (pour de plus amples renseignements voir le prochain chapitre de ce Rapport) et par les entreprises non financières.

En 1974, les entreprises non financières ont obtenu un montant sans précédent de fonds, tant des banques à charte et autres institutions financières que du marché du papier à court terme. Elles ont, en outre, recueilli plus d'argent au moyen d'emprunts obligataires en 1974 qu'au cours de chacune des deux années précédentes. L'importance des crédits obtenus par les entreprises tout au long de l'année malgré l'affaiblissement de la conjoncture économique est attribuable à la persistance de besoins importants de

caisses populaires et des credit unions, qui sont plus également répartis en prêts hypothécaires et en prêts à la consommation, ont également marqué une progression moins rapide en 1974, après avoir connu deux années de très vigoureuse expansion. Le secteur des sociétés de financement et de prêts à la consommation a vu sa croissance diminuer au second semestre de 1974, en raison principalement d'une décélération du crédit à la consommation.

Le tableau de la page 31 donne un aperçu des crédits obtenus ces dernières années par chacune des principales catégories d'emprunteurs non financiers, ventile selon l'origine. L'augmentation du montant global des ressources obtenues en 1974 tient principalement



Les prêts en dollars canadiens consentis par les banques à charte aux entreprises ont progressé moins rapidement en 1974 qu'en 1973. En 1974, les grandes entreprises ont emprunté des sommes considérables par émission de papier commercial et d'acceptation bancaires. En outre, on relève une forte augmentation des prêts en monnaie étrangère octroyés aux entreprises canadiennes par les banques à charte et des prêts consentis aux entreprises par des institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères. Ces modifications des flux de crédit ont contribué au ralentissement de la croissance des prêts bancaires en dollars canadiens accordés aux entreprises en 1974. Un indicateur plus complet du financement alloué aux entreprises, qui tient compte à la fois de l'apport de ces autres sources de financement et des prêts bancaires en dollars canadiens, a progressé plus rapidement en 1974 qu'en 1973.

Les prêts bancaires à la consommation ont enregistré une vive activité pendant les premiers mois de l'année, mais ont par la suite accusé une décélération conforme à l'affaiblissement de la demande de biens de consommation durables. La croissance des portefeuilles bancaires de prêts hypothécaires à l'habitation s'est ralentie au second semestre de 1974, suite à une nette régression des autorisations de prêts hypothécaires. Les institutions financières parabancaires ont, elles aussi, enregistré un ralentissement de la croissance de leur portefeuille de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation. Les sociétés de fiduciaire et les sociétés de prêt hypothécaire, dont les créances hypothécaires représentent environ 80 % des principaux avoirs, ont vu leur taux de croissance diminuer sensiblement au second semestre de l'année, comparativement au rythme relativement élevé atteint en 1973 et au premier semestre de 1974. Les principaux avoirs des



Winnipeg qui fixait un plafond aux taux des dépôts de 100,000 dollars ou plus dont le terme ne dépassait pas un an. À plusieurs reprises, cependant, ces plafonds furent ajustés à la hausse. De plus, les banques canadiennes étaient restées libres de rivaliser avec les banques étrangères sur le plan des taux d'intérêt proposés aux Canadiens pour les dépôts en dollars $\text{\$-U.}$ Dans la mesure où ces dépôts sont couverts par des contrats de change à terme, ils ne diffèrent guère des dépôts en dollars canadiens; aussi a-t-on observé ces dernières années des mouvements considérables de fonds placés par des Canadiens tantôt en dollars canadiens dans des banques à charte, tantôt en dollars $\text{\$-U.}$ (Ilä encore principalement dans les banques à charte) selon que l'un ou l'autre de ces types de dépôt était

Les concours octroyés par les institutions et par les marchés financiers

Les avoirs en dollars canadiens des banques à charte se sont accrus de 19% en 1974, donc au même rythme rapide qu'en 1973. La progression du portefeuille de prêts des banques a été moindre qu'en 1973, mais elles ont réussi, au fil des mois, à accroître sensiblement leurs avoirs liquides. Au cours du premier semestre de 1974, la hausse des avoirs liquides des banques est allée plus ou moins de pair avec celle de leurs réserves-encaisses et de leurs réserves secondaires obligatoires, mais à la fin de l'année et au mois de janvier 1975, on a pu relever une sensible progression des avoirs liquides canadiens «libres». * Le rapport entre les avoirs liquides canadiens «libres» et l'ensemble des principaux avoirs en dollars canadiens, qui était tombé à près de 8½% en avril 1974 pour demeurer à un niveau proche de celui-ci jusqu'en septembre, est remonté à un peu plus de 10% en janvier. (L'accroissement des avoirs liquides canadiens «libres» vers la fin de l'année est attribuable dans une certaine mesure aux réductions du coefficient des réserves secondaires effectuées en décembre et en janvier, lesquelles seront abordées au chapitre suivant.) Les autres avoirs à court terme des banques, composés principalement d'acceptations bancaires et d'autres effets à court terme, ont aussi très fortement progressé dans les derniers mois de 1974 et au début de 1975. Après la mi-janvier, les avoirs liquides canadiens «libres» et autres avoirs à court terme des banques ont sensiblement diminué.

* Les avoirs liquides canadiens «libres» des banques comprennent l'excédent sur les réserves obligatoires de l'encaisse, des bons du Trésor du gouvernement canadien et des portefeuilles de prêts au jour le jour, plus les obligations du gouvernement et les prêts à vue.

Monnaie hors banques et dépôts du public dans les banques à charte⁽¹⁾

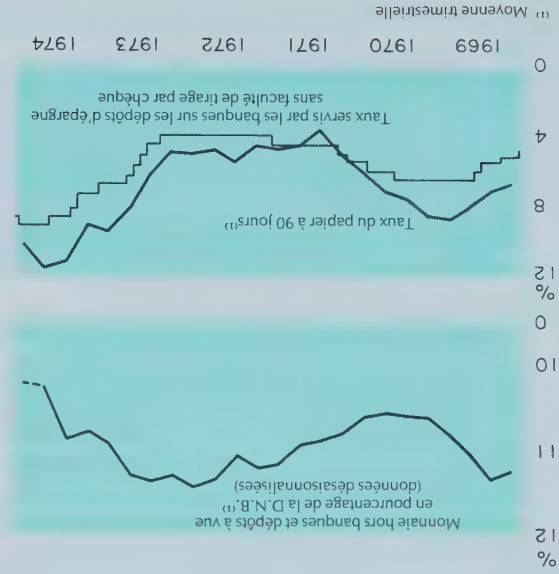
sujet de la valeur future de la monnaie et escomptant à divers reprises de nouvelles hausses du loyer de l'argent, le public a préféré les placements à court terme aux instruments à long terme. Un autre élément qui a aidé les banques à attirer des fonds sous forme de dépôts productifs d'intérêt était le fait que les taux d'intérêt de l'année dernière étaient supérieurs aux taux de rendement d'une grosse partie des Obligations d'épargne du Canada en cours. Un grand nombre d'Obligations d'épargne fut présentée à l'encasement et le produit déposé à des comptes productifs d'intérêt dans des banques et dans d'autres institutions financières. Lorsque le gouvernement lança vers la fin de 1974 une émission d'Obligations d'épargne assortie d'un taux de rendement relativement attractif, le processus de substitution se fit en sens inverse, au détriment cette fois des dépôts productifs d'intérêt.

À tout prendre, les banques à charte ont eu au cours des dernières années une très grande marge de liberté pour assortir leurs dépôts à court terme de conditions très attractives. Il est vrai que durant une grande partie de la période qui va du milieu de 1972 jusqu'aux derniers mois de 1974, leur capacité d'attirer de gros dépôts en dollars canadiens productifs d'intérêt était limitée dans une certaine mesure par l'Accord de

leurs engagements sous forme de dépôts productifs d'intérêt est important – beaucoup plus important que leurs engagements au titre des dépôts à vue – il n'en reste pas moins qu'il existe en dehors du système bancaire une gamme d'instruments productifs d'intérêt ressemblant beaucoup à ces dépôts bancaires. On mentionnera par exemple les dépôts productifs d'intérêt ou les certificats de sociétés de fiducie et des autres institutions financières, les bons du Trésor, les Obligations d'épargne du Canada, ainsi que le papier à court terme du marché monétaire. De plus, il existe un éventail de créances financières productives d'intérêt et assorties d'échéances diverses émises sous forme d'obligations et de débentures. Quels que soient les facteurs qui déterminent le montant global du portefeuille du public en créances rémunérées, il va de soi que les possibilités de variation sont énormes, non seulement en ce qui concerne la partie correspondant à des créances à court terme relativement liquides, mais aussi en ce qui a trait à la proportion de celle-ci qui est constituée de dépôts auprès du système bancaire.

L'ampleur de la croissance au cours des deux dernières années des dépôts bancaires portant intérêt est attribuable à divers facteurs. Parmi ces derniers, il y a le fait que, éprouvant une incertitude croissante au

Taux annuels de variation ⁽²⁾		Monnaie hors banques et ensemble des dépôts en dollars canadiens	
Par rapport à la période comparable de l'année antérieure			
4 ^e trim. 1972	14	16	19
4 ^e trim. 1973	12	15	17
4 ^e trim. 1974	7	18	26
Trois derniers mois écoulés ⁽³⁾			
Par rapport aux trois mois précédents			
1 ^{er} trim. 1974	14	20	15
2 ^e trim. 1974	—	5	19
3 ^e trim. 1974	2	17	19
4 ^e trim. 1974	16	16	19
Trois derniers mois écoulés ⁽³⁾			



Évolution comparée du ratio Monnaie hors banques et dépôts à vue / D.N.B. et de quelques taux d'intérêt à court terme

La masse monétaire suivant la première de ces définitions (que l'on pourrait élargir de façon à y inclure soit tous les types de dépôts d'épargne avec droit de tirage par chèque gérés par les banques à charte et par les autres établissements d'épargne, soit une partie de ces dépôts) englobe les formes de monnaie qui se prêtent le mieux à servir de moyen de paiement. L'intérêt accordé à la masse monétaire suivant cette définition étroite, ou suivant d'autres définitions étroites très voisines, provient surtout du fait que si les avoirs monétaires de ce type sont sujets à des fluctuations relativement fortes et aléatoires d'une semaine à l'autre et d'un mois à l'autre, leur croissance sur des périodes plus longues est liée d'une façon raisonnablement systématique à deux importantes variables économiques. Ils tendent à varier dans le même sens que les fluctuations du niveau de la dépense nationale et en sens inverse (bien qu'avec un plus long décalage) des fluctuations du niveau des taux d'intérêt. Cette relation apparaît clairement sur le graphique ci-après où on trouvera, en plus de la courbe du graphique précédent relative à la monnaie hors banques et aux dépôts à vue en pourcentage de la dépense nationale brute, d'autres courbes retraçant les variations du niveau de deux

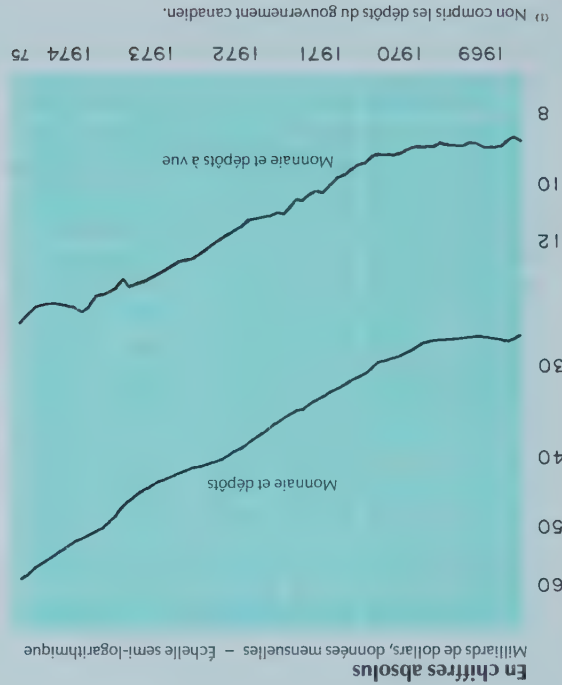
indicateurs représentatifs des taux d'intérêt à court terme: S'il est vrai que la relation n'est pas précise sur de courtes périodes et qu'il lui arrive d'être influencée par des facteurs exogènes, elle n'en a pas moins démontré un degré de stabilité suffisant sur de plus longues périodes pour donner une importance analytique considérable aux concepts de la masse monétaire centrés principalement sur les soldes conservés comme moyens de paiement. La progression annuelle de la monnaie hors banques et des dépôts à vue du public (calculée à partir des moyennes des quatrième trimestres) est passée de près de 14% en 1972 à 12% en 1973 et à 7% en 1974. Du deuxième trimestre de 1973 jusqu'à tout dernièrement, le taux de croissance de la masse monétaire ainsi définie a été inférieur à celui de la dépense nationale à prix courants. Au printemps de 1974, il y a eu pendant un certain temps un intermède marqué par une expansion relativement rapide de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, laquelle répondait à une croissance exceptionnelle de la dépense nationale et à une réduction momentanée des taux d'intérêt à court terme au premier trimestre. Un facteur spécial qui a contribué au gonflement des avoirs monétaires pendant cette période a été la perturbation temporaire du flux des paiements, imputable à l'arrêt des services postaux. Par suite d'un renversement de la tendance de ces facteurs au cours de l'été, le taux de croissance de la monnaie et des dépôts à vue s'est vivement ralenti et est devenu négatif pendant un certain temps. Plus récemment, à la suite de la chute des taux d'intérêt à court terme, la monnaie hors banques et les dépôts à vue ont de nouveau enregistré de fortes hausses. Tranchant avec le ralentissement du rythme de croissance de la monnaie et des dépôts à vue enregistré en 1973 et en 1974, les dépôts bancaires en dollars canadiens productifs d'intérêt ont continué de progresser rapidement tout au long de la période. Comme ces dépôts productifs d'intérêt sont une des composantes de la masse monétaire au sens plus large mentionné précédemment, le comportement de celle-ci pendant les deux dernières années a été tout à fait différent de celui de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, S'il est vrai que les banques à charte offrent une vaste gamme de comptes de dépôt portant intérêt (y compris des dépôts libellés en dollars E.-U.) et que le volume de

janvier. La Banque du Canada a abaissé son taux d'escompte d'un demi-point à deux occasions, d'abord à la mi-novembre, puis à la mi-janvier.

Les taux de débiteurs et créditeurs des institutions financières ont aussi amorcé un ajustement à la baisse dans les derniers mois de 1974. Fin février 1975, les banques à charte ne versaient plus qu'un intérêt de 6½% sur les comptes d'épargne sans faculté de tirage par chèque et la plupart d'entre elles avaient réduit leur taux de base à 9%. Les taux des prêts hypothécaires ont fléchi moins vite: fin février, les prêts conventionnels coûtaient en général 10¾%, les prêts répondant aux normes de la Loi nationale sur l'habitation, 10½% ou 10¼%.

Comme la tendance à la baisse des taux du marché monétaire s'affirmait, les banques ont été de moins en moins gênées dans la recherche de gros dépôts à court terme en dollars canadiens par les divers plafonds des taux d'intérêt énoncés dans l'Accord de Winnipeg. Celui-ci a été résilié le 15 janvier 1975.

Monnaie hors banques et dépôts bancaires en dollars canadiens du public⁽¹⁾
Données désaisonnalisées



(1) Non compris les dépôts du gouvernement canadien.

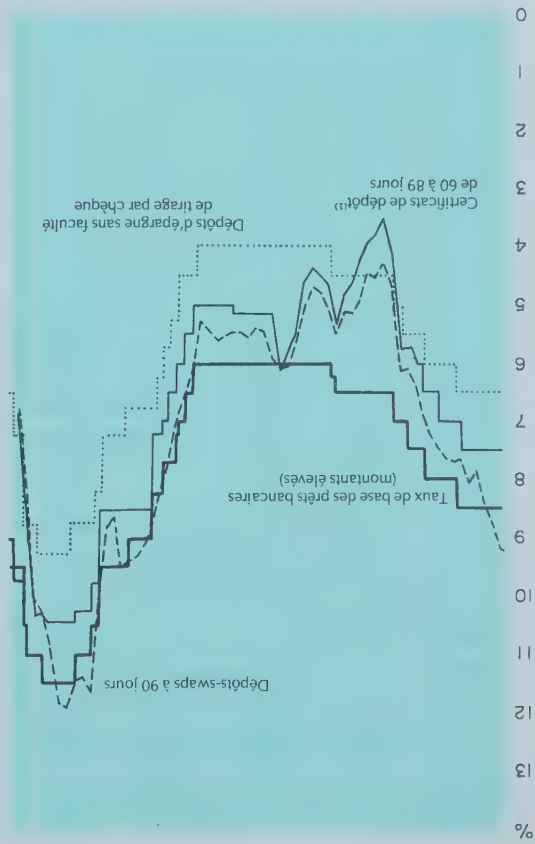
En pourcentage de la dépense nationale brute
Données trimestrielles



La masse monétaire

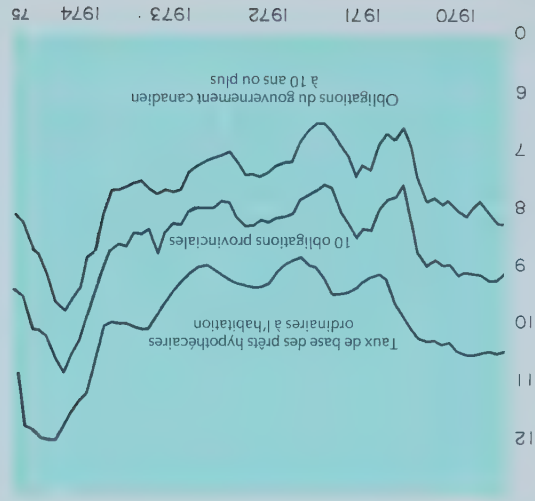
Il existe plusieurs définitions de la masse monétaire. Toutes comprennent la monnaie hors banques et les dépôts à vue du public dans les banques à charte; toutefois, elles diffèrent dans la mesure où, en plus du vaste éventail d'avoirs du même genre offerts au public, elles englobent tout autre type de créances à court terme relativement liquides sur les banques, sur les autres institutions financières ou sur le secteur public. L'analyse ci-après s'en tient principalement aux deux définitions les plus couramment employées, soit à la définition étroite — la monnaie hors banques et les dépôts à vue du public dans les banques à charte — et à une définition moins étroite qui comprend en plus tous les autres dépôts du public en dollars canadiens dans les banques à charte. L'évolution récente de la masse monétaire définit des deux façons précitées apparaît aux graphiques ci-après, d'une part en chiffres absolus, d'autre part en pourcentage de la dépense nationale brute.

Quelques taux bancaires représentatifs



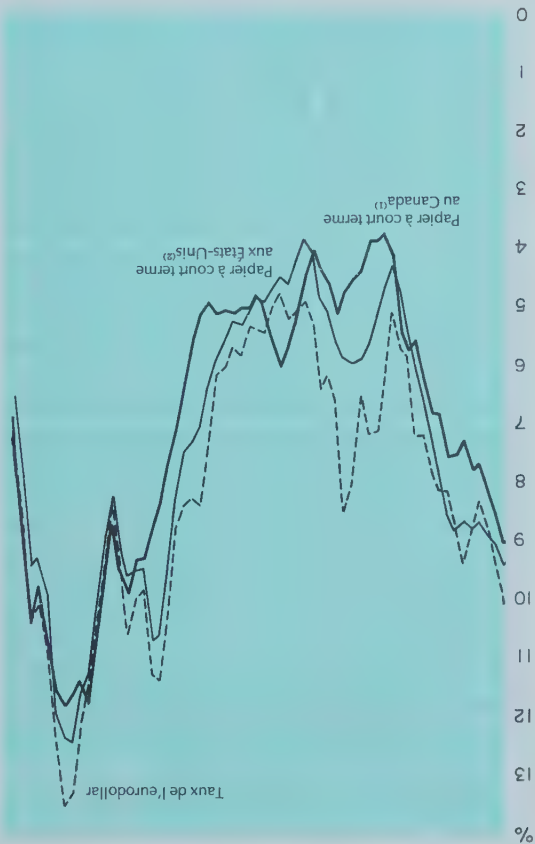
(1) Taux pratiqués avant novembre 1970 et du 18 juin 1972 à octobre 1974 conformément aux accords sur les taux d'intérêt.

Canada



Court terme

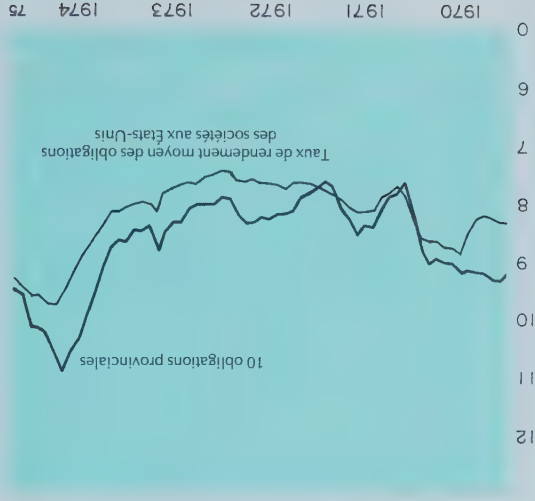
Taux à court terme (3 mois)



(1) Papier des sociétés de financement
(2) Papier commercial placé par des négociants en valeurs mobilières

Comparaison des taux pratiqués
au Canada et aux États-Unis

Long terme



Les trois sections de ce chapitre, qui traite successivement du loyer de l'argent, de la croissance de la monnaie hors banques et des dépôts bancaires du public, ainsi que des flux de crédit, contiennent une analyse des faits saillants de la conjoncture financière au Canada en 1974.

Le loyer de l'argent

La Banque du Canada accorde beaucoup d'attention au comportement des taux d'intérêt, vu que les variations du coût de l'argent et du rendement des avoirs financiers sont les canaux principaux par lesquels la politique monétaire influe sur les décisions en matière d'épargne et de consommation. Les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire canadien revêtent une importance particulière dans la conduite des opérations journalières de la Banque. Ces taux sont sensibles à la fois aux modifications de la pression des demandes de crédit sur l'offre de fonds sur les marchés financiers canadiens et aux variations du loyer de l'argent sur les marchés monétaires internationaux. Ces mêmes taux sont aussi les plus directement sensibles à l'influence de la politique de gestion des réserves-encaisse de la Banque du Canada.

Au cours de 1973, le coût de l'argent, au Canada comme dans le reste du monde, a fortement augmenté. Le mouvement à la hausse des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire au Canada et à l'étranger a été interrompu temporairement pendant les premiers mois de 1974, au lendemain de la crise mondiale du pétrole; toutefois, ce recul n'a été que limité et temporaire et, dès la fin du premier trimestre, ces taux ont de nouveau été sujets à une forte pression à la hausse. Cette pression s'est maintenue tout au long du printemps et le loyer de l'argent a grimpé au Canada à des niveaux nettement supérieurs à ceux qui avaient été atteints en 1973. Il est resté très cher jusque vers la fin d'août, quoiqu'un peu moins onéreux qu'aux États-Unis et que sur le marché de l'eurodollar où la hausse s'était poursuivie pendant l'été. La Banque du Canada a relevé le taux d'escompte d'un point à la mi-avril, puis l'a porté à 9¼% par deux majorations d'un demi-point chacune, dont l'une à la mi-mai, l'autre à la fin de juillet.

Les taux administrés – tant débiteurs que créditeurs – des institutions financières ont aussi continué de s'ins-

crire en hausse après le premier trimestre de 1974, ces institutions continuant de faire de la surenchère pour attirer des fonds qui leur permettaient de satisfaire la forte demande de crédit. Le taux maximum établi aux termes de l'Accord de Winnipeg et applicable aux dépôts bancaires à court terme en dollars canadiens a été porté de 8½% à 10½% en trois étapes, de la mi-avril à la fin de juillet; les taux de base des prêts bancaires ont enregistré une majoration identique au cours de cette période, pour atteindre un niveau de 11½%.

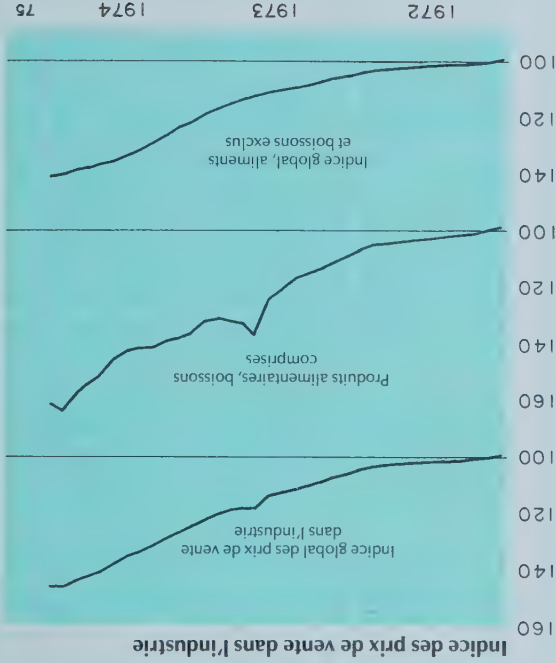
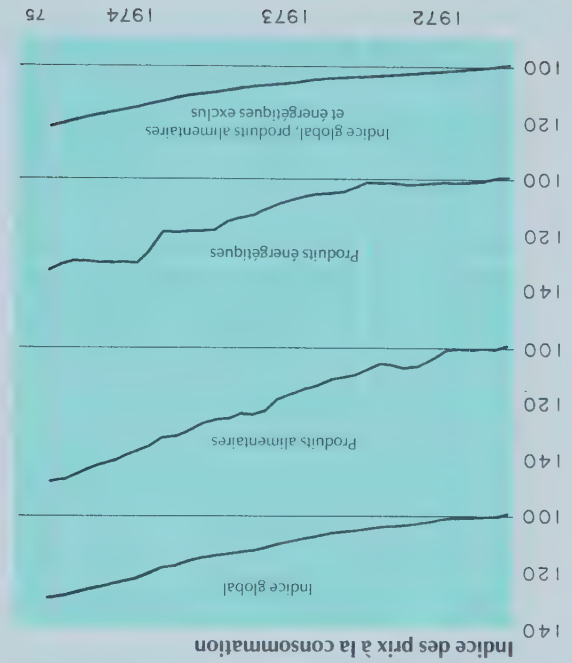
Les taux d'intérêt à long terme, qui étaient demeurés plus ou moins stables les derniers mois de 1973 et au début de 1974, ont aussi commencé à augmenter de nouveau vers la fin du premier trimestre. À la différence des taux à court terme, les taux de rendement de ce des taux à long terme ont continué de progresser obligations à long terme jusqu'à la fin août. Le coût du crédit hypothécaire, qui tend à suivre avec un certain retard le comportement des autres taux d'intérêt à long terme, a culminé en septembre, alors que les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire ont continué jusqu'en octobre d'ajuster à la hausse les taux offerts sur leurs certificats de placement à cinq ans.

Au cours de l'été sont apparus des signes indiquant que l'intensité des pressions de la demande sur l'économie canadienne commençait à diminuer et, vers la fin d'août, le loyer de l'argent à court terme a fortement baissé aux États-Unis. Eu égard aux modifications du contexte économique et financier, la Banque du Canada a alors adopté une politique de réserves-encaisse moins restrictive.

Les taux d'intérêt du marché à court terme et les taux de rendement des obligations à long terme ont tous amorcé une baisse à la fin d'août au Canada. Cette tendance a connu dans la seconde quinzaine de novembre et au début de décembre une brève interruption attribuable à un raffermissement temporaire du loyer de l'argent à court terme à l'étranger et à un certain resserrement du marché du papier canadien, à la suite du gros succès de la campagne de vente d'Obligations d'épargne du Canada. Vers la fin de l'année, les taux d'intérêt se sont remis à fléchir. Les taux du marché monétaire, qui ont enregistré un vif recul au cours des premières semaines de 1975, se sont plus ou moins stabilisés depuis la seconde moitié de

Quelques indices de prix

1^{er} trim. 1972 = 100,
données non désaisonnalisées



Pour la période de douze mois se terminant en décembre 1974, l'indice des prix de vente à la production industrielle s'est accru de 21%, contre 16% l'année précédente; l'indice des prix à la consommation (I.P.C.) de 12 1/2%, contre 9%.

L'indice global des prix de vente à la production industrielle a enregistré de fortes hausses tout au long de l'année mais, au second semestre, une certaine détente a commencé à se manifester dans nombre de secteurs, notamment dans le textile, les métaux de base et les produits de l'industrie forestière, reflétant la faiblesse correspondante du prix des matières premières survenue quelques mois plus tôt. Dans le cas des produits de l'industrie du bois, les prix à la production ont été sensiblement plus bas qu'un an auparavant. Il s'en est suivi une baisse des indices du prix des matériaux de construction canadiens, en particulier celui des matériaux utilisés pour la construc-

tion résidentielle, bien que dans l'ensemble les coûts de construction aient continué de progresser rapidement sous la pression des coûts salariaux et autres. Toutes les grandes composantes de l'I.P.C. ont enregistré de très fortes hausses au cours de 1974. Les produits alimentaires ont augmenté de 17% pour la deuxième année consécutive. Les produits énergétiques – mazout, gaz domestique, électricité et essence – ont aussi de nouveau marqué une hausse sensible, soit 9 1/2%, et se seraient renchérissés encore bien davantage, n'eût été le programme de limitation des prix du pétrole canadien et de subventions à la consommation. Le prix des autres éléments de l'Indice, qui représentent environ les 2% de la corbeille de l'I.P.C. et qui sont plus fortement influencés par la tendance fondamentale des coûts intérieurs que l'alimentation et l'énergie, a grimpé de 10 3/4% en 1974 – c'est-à-dire deux fois plus qu'au cours des douze mois précédents.

de 1973 évalué à 18%. Tandis que le revenu des entreprises et des agriculteurs s'est ralenti, le revenu du travail aurait, selon les estimations, progressé beaucoup plus rapidement en 1974 qu'en 1973, soit de plus de 15% sur les quatre trimestres se terminant fin 1974, comparativement à 12% en 1973. L'emploi ayant ralenti en 1974, l'accélération du revenu par travailleur a été encore plus marquée. Cette accélération, indiquée par les estimations disponibles des revenus du travail, apparaît également dans les statistiques des gains hebdomadaires moyens du secteur commercial, agricole-domestique. Les derniers mois de 1974, le taux d'accroissement sur douze mois des gains hebdomadaires moyens dépassait 13%, en ce qui concerne le secteur des industries manufacturières, où l'on dispose d'un indice des gains horaires, les gains horaires moyens ont augmenté de plus de 17% par rapport au dernier mois de 1973.

Les hausses de salaires stipulées dans les nouvelles conventions collectives, qui tendent à anticiper l'évolution générale des taux de rémunération, ont grimpé de façon impressionnante. Au dernier trimestre de 1974, les accords négociés dans le cadre des principales conventions collectives (abstraction faite de l'industrie de la construction) prévoyaient des majorations moyennes annuelles des taux de base de plus de 17% sur la durée des contrats, contre 10% en 1973. Il convient de noter que ces statistiques sous-estiment considérablement les augmentations, car elles négligent les clauses d'ajustement des salaires et traitements à l'indice des prix à la consommation, devenues de plus en plus fréquentes l'an dernier. De nombreuses augmentations de salaires ont également été accordées suite à la remise en question de contrats encore en vigueur et à d'autres arrangements de nature particulière.

Les prix de gros et de détail ont en général avancé encore plus rapidement au Canada en 1974 qu'en 1973.

Les revenus, les coûts et les prix

nettement ralentie, alors qu'elle s'accélérait dans les autres régions. Quant à la situation du chômage, elle a été assez différente selon les provinces. Dans les Prairies, le taux de chômage a baissé de plus d'un point pour s'établir à 2,8%; en Colombie-Britannique, il est tombé de 6,1% en 1973 à 6%. Alors que dans l'ensemble le taux de chômage continuait de baisser dans les Prairies au second semestre de 1974, en Colombie-Britannique, au contraire, il s'est élevé à partir du milieu de l'année pour atteindre près de 7% en moyenne au quatrième trimestre. En Ontario et au Québec, le taux moyen de chômage n'a guère varié par rapport à l'année précédente, mais s'est inscrit à la hausse au cours des derniers mois de l'année par suite du ralentissement de la croissance de l'emploi; en janvier 1975, le taux désaisonnalisé de chômage de l'Ontario a grimpé à 6%. Bien que la croissance de la population active dans les Provinces atlantiques se soit ralentie en 1974, elle est demeurée nettement supérieure à celle de l'emploi de sorte que le taux moyen de chômage y a atteint près de 9,4%.

Les bénéfices des sociétés ainsi que les revenus comptables nets des agriculteurs ont progressé beaucoup moins en 1974 que pendant l'année précédente. Le ralentissement marqué des revenus agricoles, qui avaient plus que doublé en 1973 par rapport à 1972, est imputable à la baisse de la récolte de céréales, au plafonnement des prix moyens reçus par les agriculteurs canadiens, enfin à l'accroissement rapide et continu des coûts de production. Les statistiques relatives aux bénéfices des sociétés sont particulièrement difficiles à interpréter en période d'inflation rapide, en raison non seulement des problèmes comptables soulevés par la plus-value des stocks, mais aussi du fait que les provisions pour amortissement peuvent se révéler insuffisantes compte tenu du coût croissant de remplacement des biens de production. Toutefois les données des comptes nationaux relatives aux bénéfices des sociétés avant impôt, déduction faite de la plus-value des stocks, semblent indiquer que la progression sur les quatre trimestres de l'année 1974 n'aurait atteint qu'environ le tiers du taux de croissance enregistré en 1973, lequel s'était établi à près de 30%. Cette année-là d'ailleurs, l'élargissement des marges bénéficiaires des sociétés a été caractérisé par l'accroissement des profits réalisés par les industries d'exploitation des richesses naturelles, or en 1974, par

Marchés du travail au Canada



tion de la population active a eu tendance, comme celle de l'emploi, à se ralentir dans la seconde moitié de 1974, ce qui s'explique probablement, en partie du moins, par une croissance plus lente des offres d'emploi. Ce ralentissement n'a toutefois pas été très prononcé de sorte que le taux désajusté de chômage a fluctué autour de 5½% jusqu'à la fin de l'année. Il est monté à 6% en décembre et à 6¾% en janvier 1975, pour une bonne part en raison des licenciements dans l'industrie automobile.

Les pressions subies par le marché du travail se sont clairement manifestées dans la très forte augmentation des offres d'emploi publiées dans les journaux et des postes déclarés vacants, laquelle s'est poursuivie jusqu'à l'automne 1974. Toutefois, comme le montrent ces indicateurs de la conjoncture du marché du travail ainsi que les statistiques officielles du chômage, ces pressions se sont quelque peu atténuées depuis. Ainsi, au quatrième trimestre de 1974, les données relatives au nombre d'emplois vacants, comme l'indice des offres d'emploi publiées dans les journaux, s'inscrivaient en baisse. En ce qui concerne les statistiques des postes à pourvoir, lesquelles ne remontaient qu'au troisième trimestre de 1970 et ne sont pas désajustées, on remarquera que la baisse du quatrième trimestre par rapport à la période correspondante de 1973 était la première à être enregistrée par ces séries. Quant à l'indice désajusté des offres d'emploi, il accusait lui aussi son premier fléchissement trimestriel depuis 1970, tout en restant très élevé comparative-

ment à ses niveaux antérieurs.

Les provinces des Prairies sont la seule région du pays où la croissance de l'emploi se soit accélérée en 1974 par rapport à 1973; la hausse de 4¼% constitue un record et reflète l'essor économique que cette région a connu tout au long de l'année. En Colombie-Britannique et en Ontario, l'emploi a aussi nettement progressé – respectivement de 6¼% et de 4½%, soit presque autant qu'en 1973 –, mais cette progression s'est sensiblement ralentie les derniers mois de 1974 et au début 1975. En Ontario, ce fléchissement a été particulièrement prononcé dans le secteur de l'automobile, tandis qu'en Colombie-Britannique il était surtout lié à l'affaiblissement de la conjoncture économique dans les industries d'exploitation des richesses naturelles. Au Québec et dans les Provinces atlantiques, la croissance de l'emploi a atteint un taux de près de 2¾ points inférieur à celui très élevé de 1973. La croissance de la population active s'y est aussi

régressé en janvier.

L'accroissement de la population active d'une année établit en moyenne à quelque 4% en 1974. La progression s'est également très élevée puisqu'il s'est agi d'un record. L'emploi a enregistré en 1974 un accroissement net de 4¼% qui, tout en étant un peu moindre que celui de l'année précédente, n'en est pas moins nettement supérieur à la moyenne. Ce taux dépasse aussi sensiblement le rythme de croissance annuelle de la production globale. Contrairement à cette dernière qui a d'abord plafonné pour ensuite s'inscrire en baisse, l'emploi a continué de progresser, mais à une cadence plus lente. Au dernier trimestre de 1974, son niveau moyen était de plus de 2% supérieur à celui auquel il se situait neuf mois plus tôt, alors que la production en termes réels avait reculé au cours de la même période. Un ralentissement de la croissance de la production par rapport à celle de l'emploi n'est pas un phénomène cyclique inaccoutumé, mais la chute récente de la production par travailleur a été exceptionnellement forte. Adoptant un profil plus conforme à celui affiché récemment par la production, l'emploi corrigé des variations saisonnières a plafonné en décembre et

Le marché du travail

annuels.

Le comportement de la demande intérieure, qui a été relativement soutenu au Canada, surtout si on le compare à d'autres pays, a contribué à une vive progression des importations en 1974. De fait, la croissance des importations a, semble-t-il, été de nouveau bien supérieure à celle de la demande intérieure, tant en valeur qu'en volume. Si l'importation de biens de capitaux a particulièrement augmenté, il n'en reste pas moins que la tendance a été assez générale. La hausse des prix a dépassé celle des prix à l'exportation. Sur l'ensemble de l'année, le déficit des comptes courants s'est considérablement creusé, passant de 400 millions de dollars en 1973 à près de 2 milliards en 1974. Au dernier trimestre, il s'établissait selon les estimations à environ 4 milliards de dollars en chiffres annuels.

La production et les importations

La production globale de l'économie canadienne, calculée à partir du produit intérieur réel, a atteint un sommet en mars après s'être accrue à un taux annuel de plus de 10% au cours du semestre précédent. Une large part de l'accroissement de la production observé les derniers mois de 1973 était de toute évidence attribuable au rattrapage consécutif aux effets des grèves récentes, mais la nouvelle forte poussée qui a persisté pendant les premiers mois de 1974 a fait que dans de nombreux secteurs de l'économie le taux de marche des entreprises, qui était déjà assez proche de son maximum, a continué d'augmenter. Le taux d'utilisation de la capacité dans les industries productrices de biens, abstraction faite de l'agriculture, était sensiblement le même au premier trimestre de 1974 que pendant la période de pointe enregistrée fin 1965 et début 1966. Selon certaines estimations, le taux de marche du secteur manufacturier au cours de ce trimestre n'aurait jamais été dépassé pendant la période couverte par les statistiques, soit depuis 1961*. Dans l'ensemble, la production s'est maintenue au niveau record atteint en mars jusqu'au cœur de l'automne 1974. Dans un premier temps, à un moment où les pénuries se trouvaient aggravées par les arrêts de travail affectant un très grand nombre d'employés, les difficultés d'approvisionnement ont été, semble-t-il, un facteur déterminant du plafonnement de la production. Toutefois, à mesure que l'année s'écoulait, les signes d'affaiblissement de la demande réelle se faisaient plus nombreux, en particulier dans les industries productrices de biens de sorte que, vers la fin de l'année, la production dans tous les grands secteurs de l'économie accusait un fléchissement appréciable par rapport aux sommets mentionnés précédemment.

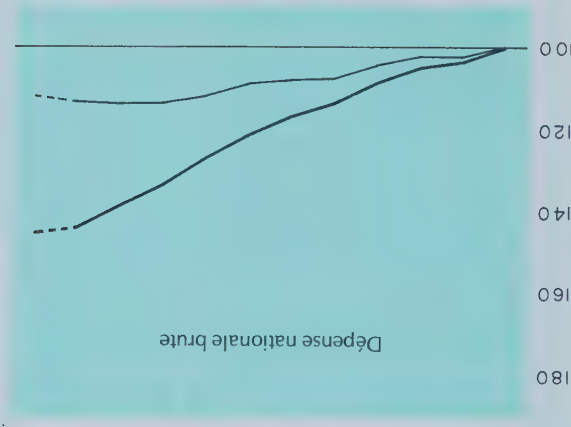
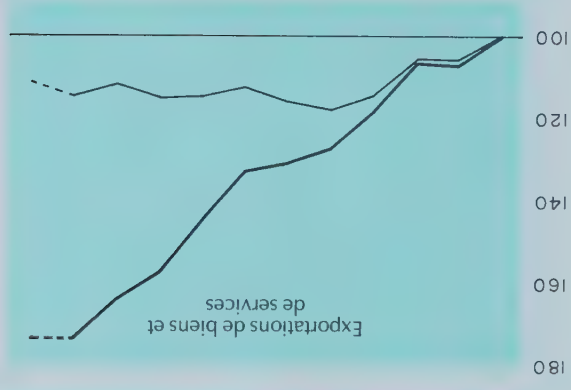
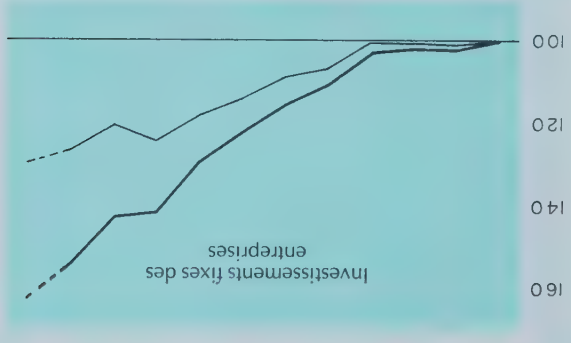
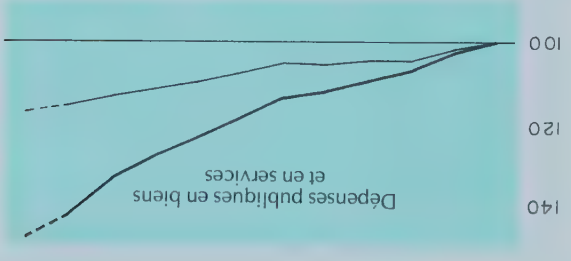
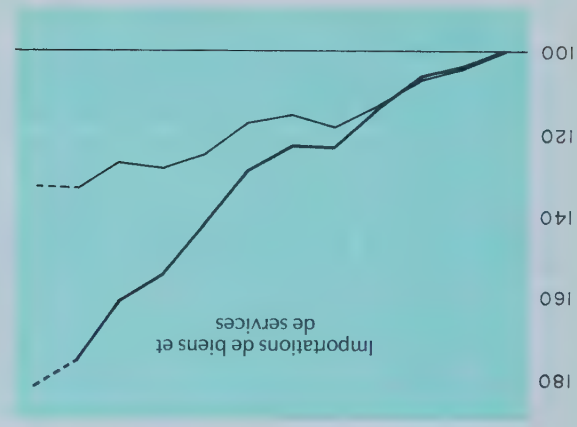
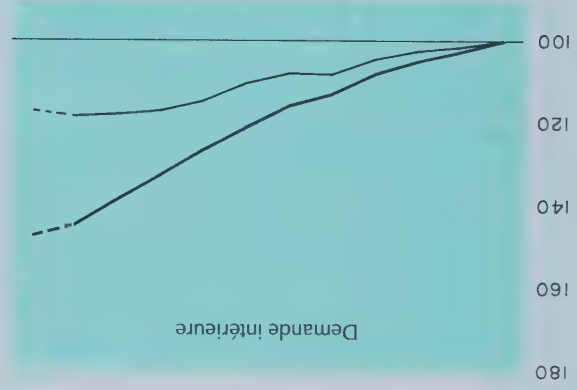
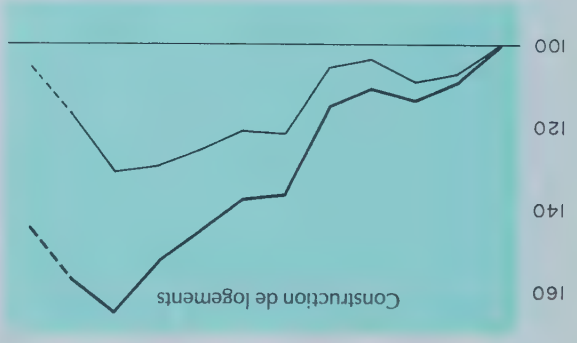
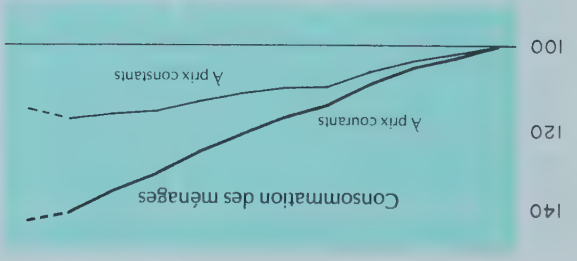
Le ralentissement de la production observé en 1974, conjugué à la persistance d'un fort accroissement du parc de biens d'équipement, s'est traduit au second semestre par un assouplissement progressif des pressions sur la capacité de production. Pourtant, dans certains secteurs, en particulier dans celui de la production de biens d'équipement, les taux d'utilisation étaient encore relativement élevés à la fin de l'année, même si les pénuries avaient presque cessé d'être un problème.

* Pour plus de détails sur ces statistiques, voir le numéro de septembre 1974 de la Revue de la Banque du Canada.

de l'investissement dans les stocks se soient modifiées considérablement au fil des mois. Compte tenu des pénuries enregistrées les premiers mois de l'année, il va de soi que cette accumulation des stocks avait été en général tout à fait intentionnelle. Il se peut même que, dans l'ensemble, elle soit restée en deçà du niveau désiré. Toutefois, en raison du plafonnement de la demande finale à prix constants au second semestre, les entreprises semblent avoir été amenées dans une large mesure à accumuler des stocks sans le vouloir. Il en a certainement été ainsi dans le secteur de l'automobile.

En 1974, tous les paliers de gouvernement ont considérablement augmenté leurs dépenses en biens et en services. Au niveau fédéral, l'accroissement a été particulièrement élevé. Les transferts et les subventions du secteur public aux autres secteurs de l'économie ont aussi augmenté à une allure beaucoup plus vive qu'en 1973, d'une part en raison des mesures gouvernementales visant à amortir les contre-coups dans le budget du consommateur, du renchérissement du pétrole et de certains autres produits de base, et d'autre part en raison des dispositions prises en vue de neutraliser les effets de la hausse du coût de la vie sur le pouvoir d'achat des bénéficiaires de paiements de transfert.

Au premier semestre de l'année, les exportations en valeur ont continué leur très vive progression, non seulement le pétrole est devenu nettement plus cher, mais encore les denrées agricoles et un certain nombre de matières premières industrielles qui figurent au premier plan de nos exportations ont aussi continuélement augmenté. En volume, nos exportations, qui avaient plafonné après le premier trimestre de 1973, sont restées constantes au cours de 1974. Ce comportement décevant du volume des exportations est attribuable à un ensemble de facteurs. Les tensions observées au niveau de l'offre ont continué de jouer dans certains secteurs, par ailleurs, l'affaiblissement progressif de la conjoncture économique à l'étranger s'est traduit par un fléchissement de la demande réelle de nos produits d'exportation. Par suite de la contraction sévère de l'activité dans la construction résidentielle aux États-Unis, les exportations de bois d'œuvre ont accusé, en valeur et en volume, un recul particulièrement marqué pendant l'année, mais les exportations en volume d'une vaste gamme d'autres produits de base ont également diminué. Cette régression de la demande réelle en 1974 a influé de plus en plus sur les prix à l'exportation au fil des mois.



durables et en logements, deux secteurs caractérisés par une expansion particulièrement vive jusqu'à 1974, qui ont été le plus touchés par le ralentissement. Contrairement à ce qui s'est produit aux États-Unis, les ventes de voitures neuves – qui représentent une forte proportion des ventes de biens durables – ont conservé une grande fermeté tout au long de l'hiver dernier et se sont même accrues pendant l'été. Toutefois, à peu près depuis la sortie à l'autome des modèles 1975, elles ont accusé un fléchissement considérable qui n'a cependant pas pris l'ampleur du recul enregistré aux États-Unis. Les mises en chantier de logements ont atteint un sommet extraordinairement élevé au début de 1974, puis ont régressé pendant le reste de l'année. Sur l'ensemble de 1974, elles ont été de l'ordre de 220,000 unités, mais les derniers mois de l'année, elles s'établissaient en chiffres annuels à environ 170,000 unités. Le recul dans le secteur de l'habitation serait attribuable à un certain nombre de facteurs, notamment le renchérissement des terrains et la hausse des frais de construction, l'incertitude accrue quant à l'obtention d'un rendement satisfaisant des logements neufs mis en location et la hausse des taux d'intérêt hypothécaires. De plus, les fonds destinés au financement hypothécaire, surtout en ce qui a trait aux habitations de prix élevé, ont également subi une certaine contraction, qui s'est toutefois quelque peu atténuée à la fin de l'année.

Les autres secteurs de la demande intérieure semblent avoir fait preuve de fermeté tout au long de 1974. En dépit de la hausse rapide du coût des biens d'équipement et des frais de construction, l'investissement fixe à prix constants des entreprises a progressé vivement pour la deuxième année consécutive et le parc de biens de capital s'est agrandi sensiblement. Les investissements ont été particulièrement importants dans des secteurs comme l'acier, les produits chimiques, ainsi que les pâtes et papier, où les contraintes de capacité avaient été particulièrement marquées. Selon les résultats des enquêtes sur les intentions d'investissement publiés en février 1975, les entreprises se proposent, en ce début d'année, de consacrer aux immobilisations en 1975 environ 18% de plus en dollars courants qu'en 1974. Encore que ce taux représente un recul sensible par rapport à celui de 24% enregistré en 1974, il laisse néanmoins entrevoir des progrès notables, en termes nominaux aussi bien qu'en termes réels.

La formation des stocks a aussi progressé à un rythme rapide en 1974, encore que les facteurs déterminants

a diminué tout au long de 1974; pour l'ensemble de l'année, il s'est situé à un niveau inférieur de plus de 2% à celui de 1973 et, au dernier trimestre de 1974, il était de 5% plus bas qu'un an plus tôt. Au Canada, par contre, il aurait marqué une progression d'environ 3½% sur l'année et semble n'avoir guère varié d'une fin d'année à l'autre. Dans les deux pays, l'emploi s'est remarquablement bien maintenu comparativement à la production pendant la plus grande partie de 1974; vers la fin de l'année, toutefois, le chômage a commencé à monter en flèche aux États-Unis et, en janvier 1975, le taux désaisonnalisé de chômage s'établissait à 8.2% dans ce pays, contre 6.7% au Canada.

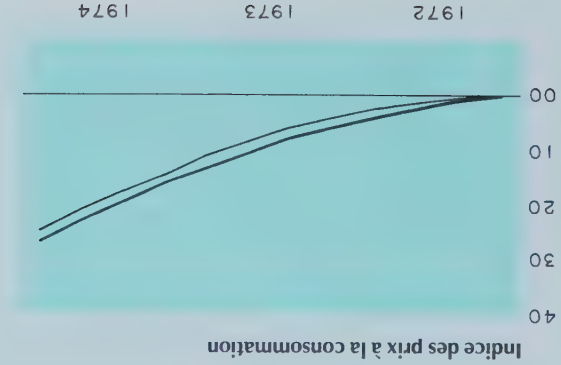
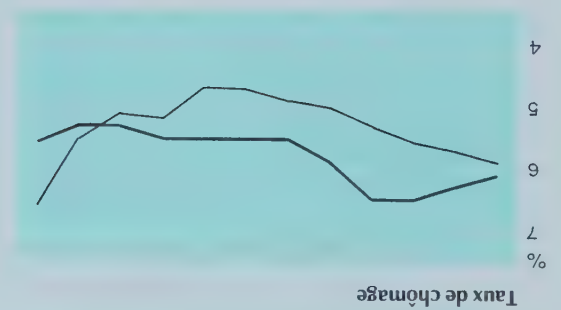
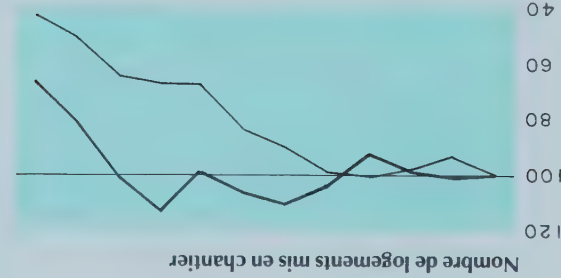
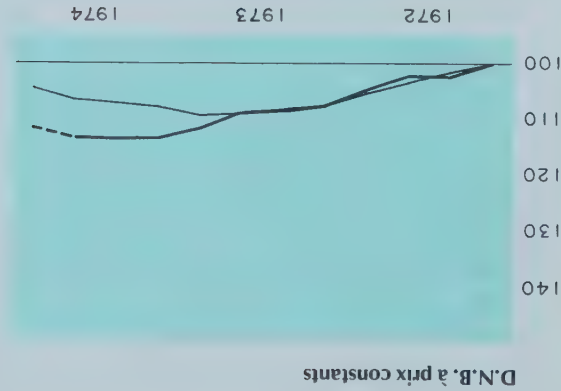
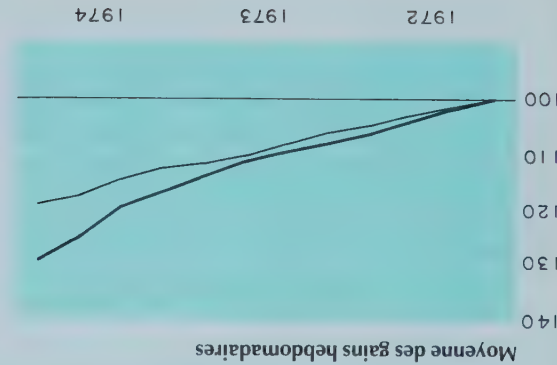
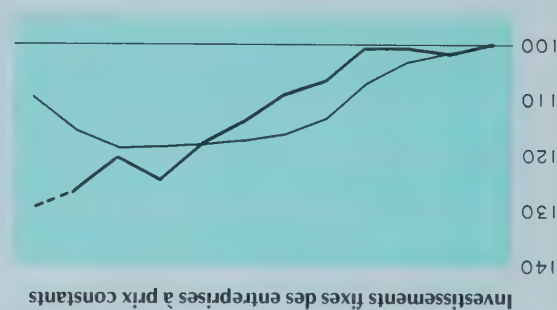
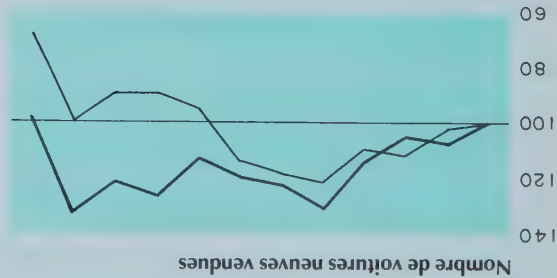
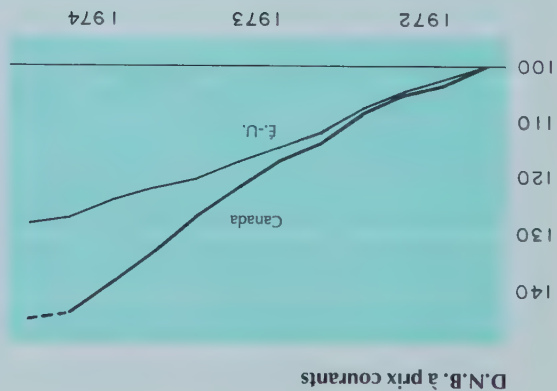
Bien que les prix aient évolué de façon similaire au Canada et aux États-Unis en 1974, certains indices donnaient à penser, vers la fin de l'année, que sur ce plan aussi des différences commençaient à se manifester. L'évolution de certains indicateurs fondamentaux de la tendance des coûts et des prix aux États-Unis laisse croire que les perspectives d'une modération prochaine de l'inflation sont bien meilleures dans ce pays qu'au Canada. Si les coûts unitaires de main-d'œuvre ont accusé une vive hausse aux États-Unis, en partie à cause d'une évolution de la productivité encore plus défavorable que dans notre pays, il reste que l'augmentation des salaires et des traitements y a été plus modérée qu'ici. Les salaires hebdomadaires n'ont guère accusé d'accélération aux États-Unis et, au moins depuis la fin du premier semestre, les augmentations octroyées dans le cadre d'accords salariaux semblent être à peu près deux fois moins élevées que celles accordées au Canada.

Selon les estimations des comptes nationaux pour les trois premiers trimestres de 1974, la dépense intérieure à prix courants a augmenté au rythme annuel très rapide d'environ 20%, soit à peu près à la cadence enregistrée au second semestre de 1973. Toutefois, comme l'inflation des prix intérieurs s'est vivement accélérée, l'accroissement de la demande à prix constants a accusé un ralentissement marqué par rapport au bond effectué en 1973. Les derniers mois de l'année, le rythme de progression de la dépense à prix courants semble s'être nettement ralenti, ce qui, de toute évidence, s'est traduit par une régression de la demande intérieure à prix constants.

Parmi les composantes de la demande intérieure réelle, ce sont les dépenses des ménages en biens

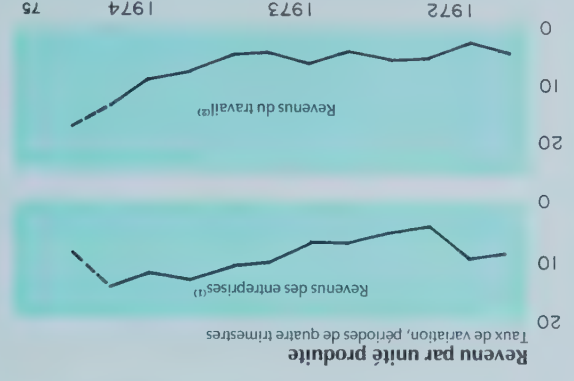
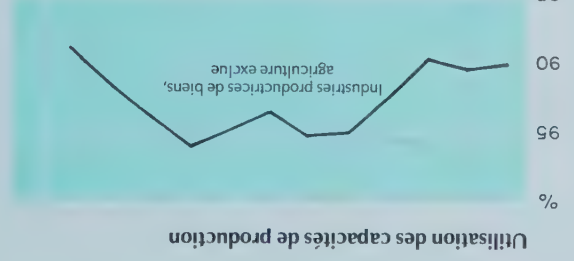
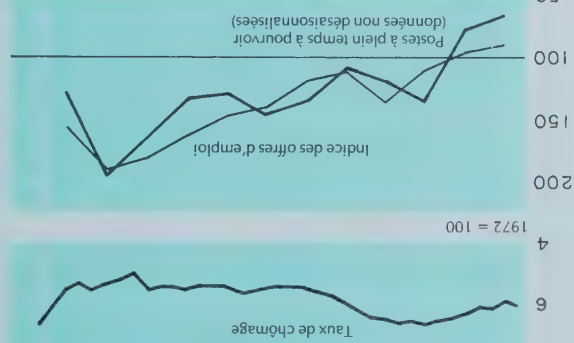
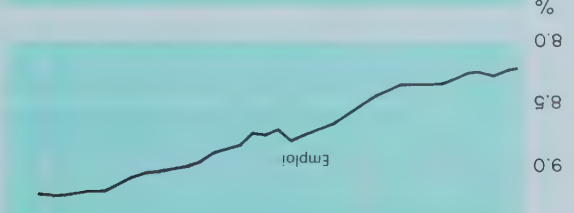
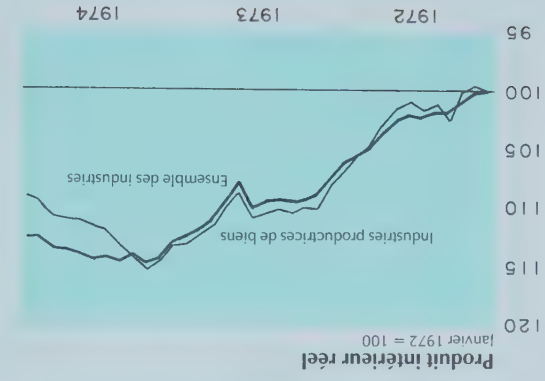
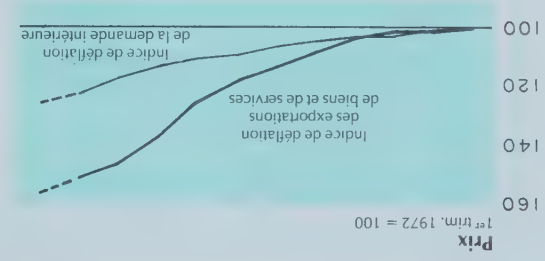
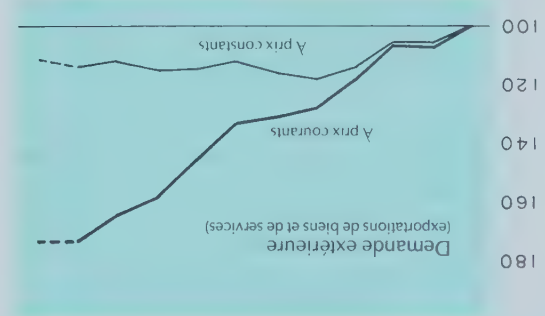
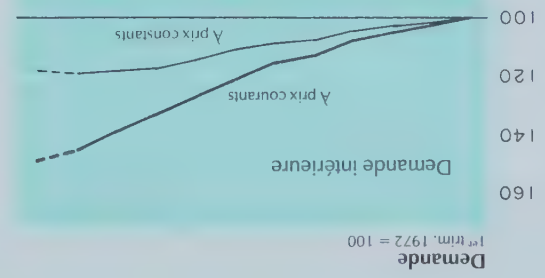
Quelques indicateurs de l'évolution économique au Canada et aux États-Unis

1^{er} trim. 1972 = 100, données désaisonnalisées



Principaux indicateurs économiques

Données désaisonnalisées



(1) Comprend les bénéfices des sociétés, le revenu des entreprises non constituées en sociétés (secteur agricole exclu), les provisions des sociétés pour amortissement du capital fixe et la réévaluation des stocks.
(2) Comprend les salaires, traitements et revenus complémentaires du travail.

à une hausse du niveau général des prix de quelque 13%. La croissance de la production réelle de biens et de services, qui aurait été d'environ 3½% sur l'année, a été nettement inférieure à celle de chacune des trois années précédentes et s'est confinée aux premiers mois de 1974. Continuant sur la lancée des derniers mois de 1973, le volume de la production globale a marqué une très forte avance pendant les premiers mois de 1974, puis a atteint un sommet où il s'est plus ou moins maintenu avant d'entamer un recul notable au dernier trimestre.

L'essor de la production fin 1973 et début 1974 a renforcé les pressions dont l'appareil productif avait déjà été l'objet en 1973, limitant ainsi à court terme toute nouvelle augmentation de la production. Le marché du travail a également continué à présenter des signes de tension pendant la majeure partie de l'année. En outre, la production a été perturbée par de très nombreux arrêts de travail, en particulier au printemps et au début de l'été. Toutefois, en raison du fléchissement de la demande observé dans certains secteurs de l'économie à partir du printemps, la pression sur les capacités de production s'est progressivement affaiblie, et les pénuries de main-d'œuvre et de matières premières sont devenues bien moins courantes.

Une des caractéristiques remarquables de 1974 réside dans les fortes dissimilances qu'ont affichées les économies canadienne et américaine au cours de l'année. Comme on le constatera au graphique de la page 13, le fléchissement de la demande globale, en termes réels et en termes nominaux, a commencé bien plus tôt et a été bien plus prononcé aux États-Unis qu'au Canada. Aux États-Unis, le produit national brut à prix courants a augmenté d'à peu près 8% en 1974, soit à un taux environ deux fois moins élevé que celui qui semble avoir été enregistré au Canada. Comme la hausse des prix a été à peu près du même ordre dans les deux pays, la différence dans le comportement de la demande apparaît surtout dans le comportement de la production réelle. Aux États-Unis, le P.N.B. en volume a atteint une crête au dernier trimestre de 1973 et

Dans le contexte de la conjoncture économique défavorable enregistrée à l'étranger, la production et l'emploi ont été relativement bien soutenus au Canada en 1974. La contraction des disponibilités internationales de pétrole pendant les premiers mois de l'année n'a guère eu dans l'immédiat d'incidence sur l'activité économique du pays. La dépense intérieure est demeurée assez vigoureuse pendant une bonne partie de l'année, les investissements effectués par les entreprises pour accroître leur capacité de production continuant en particulier d'apporter un puissant soutien à l'activité économique. Au fil des mois toutefois, l'aggravation de la baisse cyclique à l'étranger commença à influencer de plus en plus la demande et sur les prix des principales exportations canadiennes. De plus, certaines composantes de la demande intérieure, qui avaient fait preuve d'une très grande fermeté, ont commencé à donner des signes de faiblesse, tout particulièrement les achats de logements, d'automobiles et d'autres biens de consommation durables. Toutefois, la demande intérieure ayant conservé un certain dynamisme, les importations ont continué de croître rapidement, ce qui a engendré au second semestre, une dégradation des termes de l'échange et une détérioration marquée du compte courant de la balance des paiements. Vers la fin de l'année, la production a fléchi, la croissance de l'emploi a ralenti et le chômage a commencé à augmenter. La hausse rapide des prix intérieurs s'est poursuivie et les efforts déployés par les salariés pour maintenir et, dans certains cas, pour améliorer leur situation relative se sont traduits par une forte pression à la hausse sur la structure des coûts intérieurs.

Ni les premières estimations des comptes nationaux pour le quatrième trimestre de 1974, ni les révisions éventuelles des données des trimestres précédents ne sont connues au moment de la rédaction de ce Rapport. Toutefois, les renseignements disponibles tendent à indiquer que la dépense globale à prix courants au Canada a progressé en moyenne de quelque 17% en 1974. Cette progression est en grande partie imputable

peut être difficile pour les nations de retrouver et de suivre sans trop de difficultés le chemin de la stabilité économique une fois qu'elles ont laissé les poussées inflationnistes prendre un tel élan.

* * * *

Des premiers mois de 1973 à la fin de l'été 1974, la politique monétaire canadienne visait à opposer une résistance de plus en plus forte à la croissance excessive, rapidement rapide à cette époque de la dépense globale. Bien qu'on ne puisse s'attendre à ce que l'économie canadienne soit matériellement en état d'accroître sa production totale de biens et de services à un taux annuel de beaucoup supérieur à 5%, la dépense nationale en dollars courants progressait il n'y a pas si longtemps encore, soit fin 1973 et début 1974, à un rythme annuel de quelque 20%. Plus un taux aussi élevé de croissance de la dépense globale persistait, plus un taux élevé d'inflation se perpétuait inévitablement.

Tout au long de cette période, la Banque du Canada s'est efforcée de réduire la mesure dans laquelle la demande pressante de crédit était satisfaite par l'expansion monétaire plutôt qu'autorégulée par un relèvement progressif des taux d'intérêt. La hausse continue du loyer de l'argent au Canada a été très fortement renforcée par la montée rapide des taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe. À mesure que les taux d'intérêt montaient, la croissance rapide de la monnaie hors banques et des dépôts à vue du public (les moyens de paiement les plus utilisés au Canada) se ralentissait, à la fois en termes absolus et par rapport à l'accroissement du revenu national.

Toujours au cours de cette période, le taux de croissance de la masse monétaire au sens large est demeuré élevé en raison de l'expansion de plus en plus rapide des dépôts rémunérés du public, en particulier des dépôts à court terme. Ces dernières années, aux périodes de forte demande de crédit et de resserrement des réserves-encaisse, les banques se sont de plus en plus efforcées d'attirer des sommes importantes sous forme de dépôts à terme comportant des taux d'intérêt hautement compétitifs et un degré appréciable de liquidité. Pendant la récente période de renchérissement général de l'argent, les banques se sont ainsi procuré, tant auprès des grossistes du marché monétaire qu'auprès des épargnants, des capitaux considérables dont elles se sont servies pour accroître à un rythme relativement rapide le flux du crédit bancaire. Cela ne signifie pas que la politique monétaire n'est

pas parvenue à contenir les dépenses excessives financées par le crédit, mais qu'elle a tablé beaucoup plus que par le passé sur le renchérissement du loyer de l'argent plutôt que sur des restrictions appliquées à institutionnels.

À mesure que les mois passaient, la Banque du Canada se mit à se demander si la demande intérieure, qui avait fait preuve de vigueur précédemment, n'était pas en train d'enregistrer un revirement trop brutal. Les perspectives d'une relance prochaine de l'activité économique dans le monde s'estompaient. Parallèlement, on commençait à voir apparaître, dans un secteur de l'économie canadienne après l'autre, des signes que les vendeurs cessaient d'être en position de force sur les marchés et que, au contraire, les acheteurs étaient en train de prendre le haut du pavé, comme cela s'était produit quelques mois auparavant aux États-Unis et dans de nombreux pays d'outre-mer. Cette modification de la conjoncture et des perspectives économiques s'est également manifestée par une orientation plus expansionniste de la politique financière au Canada.

Depuis la fin de l'été, les opérations de la Banque du Canada ont eu pour objectif de faciliter un prompt ajustement à la baisse des taux d'intérêt à court terme. Vers la même époque, les taux d'intérêt ont commencé à fléchir aux États-Unis et sur les marchés internationaux, créant un contexte propice à la réalisation de cet objectif. Les taux canadiens n'ont été touchés pleinement par ces nouvelles conditions qu'avec un certain retard, tout d'abord en raison de l'incidence de la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada, et ensuite, en fin d'année, à cause du resserrement saisonnier du marché monétaire. En janvier, une nouvelle et forte baisse s'est effectuée très rapidement et les opérations de la Banque du Canada ont alors visé à modérer l'ampleur du fléchissement des taux du marché monétaire. Une nouvelle structure de taux d'intérêt sensiblement moins élevés est maintenant devenue générale dans notre pays.

Au Canada, le loyer de l'argent est actuellement très inférieur au sommet qu'il avait atteint l'été dernier. Le recul des taux à court terme a été particulièrement marqué. Presque tous les taux à court terme très sensibles ont fléchi d'au moins 3%, certains secteurs du marché ayant même enregistré des baisses allant jusqu'à quelque 5%. Le rendement des obligations à long terme et des prêts hypothécaires a accusé une

crainte de l'incidence sur le plan intérieur de taux de change relativement élevés. Dans les divers pays, ces politiques finissent par entraîner une croissance rapide de la dépense des secteurs public et privé, croissance dont les effets se sont renforcés par le jeu du commerce international. La production fit un bond presque simultané dans la plupart des pays et atteignit en 1973 un niveau tel qu'elle tendit à dépasser l'offre mondiale de matières premières. En même temps, cet essor de la production donna lieu à d'autres raretés de toutes sortes et à un resserrement extrême des marchés du travail. Dans ces circonstances, les majorations de prix devinrent plus fortes, plus fréquentes et plus répandues. Le processus inflationniste se vit considérablement renforcé d'abord par des déficits dans l'approvisionnement en céréales alimentaires et en provende, et ensuite par le quadruplement du prix mondial du pétrole.

L'économie mondiale a maintenant réagi à ces excès cumulatifs et se trouve pour ainsi dire dans un état d'équilibre. Elle tente péniblement d'éliminer les déséquilibres qui se sont créés et de retrouver le chemin de la stabilité.

Au cours de 1973, de nombreux pays ont réajusté les politiques financières fortement expansionnistes qui avaient mené à la surchauffe de leur économie. Ils ont ainsi évité que ne s'aggravent les distorsions et les déséquilibres qui se propageaient déjà, épargnant au monde des problèmes économiques encore plus graves que ceux qu'il connaît à l'heure actuelle. D'ailleurs, lorsque vers la fin de 1973 un certain nombre de pays qui dépendent dans une large mesure du pétrole importé se rendirent tout à coup compte qu'ils étaient sur le point d'encourir des déficits massifs de leur balance des paiements, ils n'eurent d'autre choix que de prendre rapidement des mesures pour modérer la croissance excessive de leur demande intérieure. Tout en s'efforçant d'atténuer les pressions de la demande sur leur économie, aucun des pays industriels ne songea à prendre les mesures draconiennes qui auraient permis de juguler l'inflation dans un laps de temps relativement court. La plupart des pays visaient plutôt à rétablir une marge suffisante de capacité de production inutilisée avec l'espoir que cela leur permettrait de retourner avec le temps à une croissance économique accompagnée d'une stabilité raisonnable des prix. Le problème a été nettement aggravé par la conjoncture pétrolière, néanmoins, les événements survenus par la suite montrent combien il

des revenus est resté exceptionnellement élevé. Au cours de l'année, le solde de la balance courante du Canada s'est infléchi pour devenir fortement déficitaire, et au quatrième trimestre, le déficit avait atteint un taux annuel d'environ 4 milliards de dollars.

Dans la plupart des pays industrialisés, le ralentissement économique s'est amorcé plusieurs mois plus tôt et a été considérablement plus prononcé qu'au Canada. La production de l'ensemble des pays membres de l'O.C.D.E. n'a guère progressé en 1974 par rapport à 1973 – si progression il y a eu – et celle des trois plus importants partenaires commerciaux du Canada, les États-Unis, le Japon et la Grande-Bretagne, est tombée bien au-dessous du niveau de l'année précédente. Aux États-Unis, le chiffre de la production au dernier trimestre de 1974 était inférieur d'environ 5 % à celui du trimestre correspondant de l'année antérieure, alors qu'au Canada, la production au quatrième trimestre, bien que n'atteignant pas les niveaux observés au printemps et à l'été, se trouvait quand même à peu près au même niveau qu'au dernier trimestre de 1973. Le taux de chômage a grimpé, si bien qu'il s'établissait en janvier 1975 à 8,2 % de la population active aux États-Unis, alors qu'au Canada il se situait à 6,7 %. Les prix à la consommation ont continué de monter rapidement et à peu près au même rythme dans les deux pays, mais, ces derniers mois, l'augmentation des salaires et des traitements a dans l'ensemble été notablement plus élevée au Canada qu'aux États-Unis.

Dans le reste du monde industrialisé, l'échelonnement et l'intensité du ralentissement de la production, le rythme de l'inflation persistante des coûts et des prix ainsi que le degré de faiblesse de la balance des paiements ont varié d'un pays à l'autre. Malgré ces différences, l'examen de l'évolution enregistrée dans ces différents pays dégage un profil généralement semblable attestant qu'elle est l'œuvre de l'action conjuguée des mêmes facteurs.

On trouve à l'origine de cette évolution la récente poussée inflationniste mondiale, engendrée elle-même par les politiques monétaire et budgétaire très expansives pratiquées par les grands pays industriels et d'emploi au lendemain du élevé de production et d'emploi au lendemain du ralentissement économique de 1970. Le monde a connu alors une période d'intense instabilité monétaire et il semble, avec le recul, que les politiques de nombreux pays furent influencées outre mesure par la

Comme la plupart de ses partenaires commerciaux, le Canada est entré dans une phase de ralentissement cyclique de l'activité économique. Dans tous les pays industrialisés, la production s'est ralentie ou même infléchie et le chômage est en train de s'accroître. Bien que le climat économique actuel soit propice à une modération de la récente poussée inflationniste, ses effets sur la tendance des prix commencent seulement à être ressentis et se trouvent entravés par la hausse rapide et continue des coûts. Dans l'intervalle, l'économie mondiale s'efforce de trouver des solutions aux déficits des balances des paiements et aux autres difficultés qui découlent du quadruplement des prix du pétrole survenu il y a un an. Elle doit donc faire face à l'heure actuelle à un ensemble de problèmes d'une gravité exceptionnelle. Il y a toutefois de bonnes raisons de croire que l'activité économique mondiale atteindra bientôt son creux et qu'une certaine reprise pourra s'amorcer dans un climat moins inflationniste d'ici à la fin de l'année.

Au Canada, la croissance de la dépense globale et de la production a considérablement ralenti depuis le premier trimestre de 1974. La dépense nationale brute à prix courants progressait toujours à une cadence d'environ 20% par année, mais ce rythme est tombé à 15% l'an aux deuxième et troisième trimestres et a encore diminué au dernier. La demande de nombreux produits canadiens d'exportation s'est affaiblie, de même que celle d'importantes composantes de la dépense intérieure, à savoir les immobilisations en logements neufs ainsi que les achats d'automobiles et de biens de consommation durables. Par contre, la demande de biens et de services d'origine étrangère est restée relativement vigoureuse.

Jusqu'à présent, la hausse rapide des prix au Canada s'est poursuivie pour ainsi dire sans répit, bien que ses causes se soient considérablement modifiées. L'aug-

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur – 1974

5	Observations d'ordre général
11	La conjoncture économique
14	La demande intérieure et la demande extérieure
16	La production et les importations
17	Le marché du travail
19	Les revenus, les coûts et les prix
21	L'évolution de la situation financière
21	Le loyer de l'argent
23	La masse monétaire
26	Les concours octroyés par les institutions et par les marchés financiers
33	Les opérations de la Banque du Canada
33	Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire
34	La gestion de la dette publique
36	Les opérations sur devises étrangères
38	Tableaux en annexe
44	Suppression des lignes directrices sur les emprunts à l'étranger
44	Communiqué publié par le ministère des Finances
45	Etats financiers
49	Conseil d'administration
50	Direction et cadres
51	Agences

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1975

L'honorable John-N. Turner, c.p.
Ministre des Finances
Ottawa (Ontario)

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

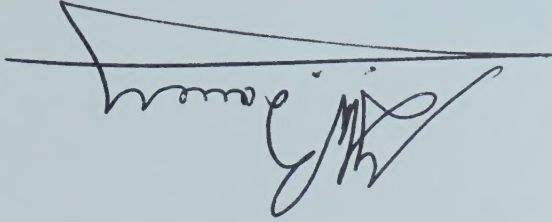
la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur
de vous remettre ci-joint mon rapport pour
l'année 1974 ainsi qu'un état des comptes de
la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre
dernier, signé et certifié de la façon prescrite
par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,



Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Imprimé au Canada

1974

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année



Banque du Canada

Handwritten signature